Europe 1992

1992

CANADA
EUROPE

NOVEMBER 1990

EUROPE 1992

WORKING GROUP REPORT

ON

EUROPEAN ECONOMIC AND MONETARY UNION

92-01569/

EUROPEAN ECONOMIC AND MONETARY UNION: ECONOMIC AND POLITICAL IMPLICATIONS FOR CANADA

1. EXECUTIVE SUMMARY 1

2. INTRODUCTION 3

3. THE EUROPEAN MONETARY SYSTEM 4

4. ECONOMIC AND MONETARY UNION: RECENT EVENTS AND FUTURE MILESTONES 6

5. INSTITUTIONAL ASPECTS OF EMU 10

6. THE IMPACT OF EMU 16

   a) Economic Implications

   b) Political Implications

7. IMPLICATIONS FOR CANADA 25

1. Executive Summary

With the European Single Market Initiative ("Europe 1992") well on its way to completion, public attention has shifted toward the task of completing a European Economic and Monetary Union ("EMU"). While the Single Market Initiative encompasses a wide-ranging set of initiatives that are aimed at removing obstacles to the free movement of goods, services, labour and capital throughout the Community, EMU involves a more ambitious and fundamental transfer of national sovereignty to the Community level.

The creation of a European monetary union represents a fundamental transformation of the current European Monetary System (EMS). The Delors Committee (consisting of EC central bank governors and academics, and chaired by European Commission President Jacques Delors) proposed that EMU be attained in three specific "stages". The first stage, which began July 1, involves the virtual elimination of capital controls in the Community, closer co-ordination of macroeconomic policies among member states, and the eventual participation of all EC currencies in the Exchange Rate Mechanism of the EMS. A timetable for implementing the second and third stages of EMU was agreed upon (by all member states except the U.K.) at the special European Council meeting in Rome on October 27-28. The second stage of EMU, involving the creation of a European System of Central Banks, is scheduled to begin on January 1, 1994. The start date for stage three, which entails the eventual creation of a common European currency, will be finalised before the end of 1996, and will be based on a sufficient degree of economic convergence among the twelve Community economies. The remaining technical details of monetary integration will be dealt with at the upcoming EMU inter-governmental conference (IGC) in December.

It is unlikely that EMU will have a dramatic economic impact on the Community. Moving to a common currency should reduce uncertainty and transactions costs associated with the use of multiple currencies, and this should have a small beneficial effect on the level of Community income and welfare. Further gains should stem from increased macroeconomic stability. However, balanced against these gains are the potential costs associated with the loss of the exchange rate as a policy instrument, making it more difficult for a member state to adjust to economic shocks. Placing a magnitude on the overall merits of EMU is difficult as the costs are contingent on the likelihood, type and size of economic shocks that may hit the Community over time. Initially, costs may be large as factor mobility is limited and economic integration far from complete. However, if improvement of the institutional infrastructures (macroeconomic policy co-ordination, trade liberalization, harmonization of the regulatory environment) succeeds in promoting pan-Community efficiency these costs will drop and the benefits of EMU will be magnified.

Greater monetary integration could, moreover, have significant implications for the workings of the Community, itself. In December, the Community will also convene an IGC to define the necessary framework for creating a European political union.

In light of the relatively small economic gains expected initially for the EC under EMU, it is unlikely that greater European monetary integration would have dramatic implications for the Canadian economy. Much will depend on whether EMU is "trade-creating" or "trade-diverting". To the extent that European living standards are

increased Canada will share in the gains. Similarly, EMU may affect Canada's access to international capital if Ecu-denominated assets replace Canadian assets in international investment portfolios. EMU could also have implications for Canada's role in international policy formulation. As a financially and more politically integrated Community is likely to speak increasingly with one voice on economic policy issues, Canada may be left with a limited presence in the G-7 exercise, which would in reality become a G-3 (Japan, the U.S. and Europe), with Canada being marginalized.

2. Introduction

Over the past year, the significant strides taken towards greater European integration have surpassed even the ambitious goals of the European Single Market Initiative ("Europe 1992") and have moved towards the creation of a European economic and monetary union ("EMU"), in which a single European central bank would implement a single European monetary policy and govern a single European currency. The concept of EMU is, however, anything but new. In 1969, EC leaders, meeting in the Hague, agreed to develop a plan which would lead to the gradual creation of an economic and monetary union within the Community. Although more than twenty years have passed, the Werner Report of 1970, the creation of the "snake" in 1972, and the establishment of the European Monetary System (EMS) in 1979, all represent significant steps on the road to EMU.

This paper provides an assessment of the likely course of EMU and its potential impact on both Europe and Canada. The paper is organized as follows: section three looks at previous efforts to attain a greater degree of monetary integration among the Twelve, including the "snake" and the present EMS; sections four and five deal with the current debate over the timing, shape and form of EMU; section six evaluates the impact of EMU on the Community, from both an economic and political perspective; and the seventh and final section looks at possible implications for Canada.

Overall, EMU is unlikely to have dramatic economic implications for the Community and, as a result, the economic impact of EMU on the Canadian economy should be minimal. However, being driven more by politics than economics, EMU is a powerful symbol not only of the desire for further EC political integration, but also of the success of the Community in moving towards this goal. As a result, EMU could have dramatic implications for Canada's role in international policy formulation. As a financially and more politically integrated Community is likely to speak increasingly with one voice on economic policy issues, Canada may be left with a limited presence in the G-7 exercise, which would in reality become a G-3 (Japan, the U.S. and Europe), with Canada being marginalized.

3. The European Monetary System

The creation of a European monetary union represents a fundamental transformation of current and previous arrangements aimed at forging a greater degree of monetary integration within the Community. In April 1972, after the suspension of U.S. dollar convertibility and the Smithsonian agreement of December 1971 which re-established fixed exchange rates,[1] the member states of the EC signed an agreement aimed at narrowing exchange rate fluctuation margins between their respective currencies. Known as the "snake in the tunnel", the arrangement set margins which were half of the 4.5 per cent allowed under the Smithsonian agreement. Speculative capital flows, however, forced EC participants in the Smithsonian agreement to jointly float vis-à-vis the U.S. dollar in March 1973, causing the tunnel around the snake to disappear. A lack of economic convergence among EC member states brought continued pressure on the system and, eventually, a number of currencies, including the British and Irish pound, the Italian lira, and the French franc, were forced to abandon the arrangement. Although the snake arrangement made only limited progress toward EC monetary integration, it provided a useful framework for increased macroeconomic policy co-operation within the Community.

The EMS, which became operational in March 1979, was created as a means of establishing a "zone of monetary stability" within the EC, achieved through close monetary co-operation and co-ordinated exchange rate management. The EMS is based on three general instruments: the Exchange Rate Mechanism (ERM); the European Currency Unit ("Ecu"); and several credit facilities. At the time of creation, the then nine EC member states joined the EMS with all but the U.K. participating in the ERM. The United Kingdom subsequently joined the ERM in October, 1990.[2] Greece, Portugal, and Spain joined the EMS after becoming members of the Community. However, while Greece and Portugal have remained outside of the ERM, Spain became a participant in June 1989.

The main objective of the EMS[3] was to establish greater exchange rate stability among European currencies in order to promote economic integration. Closer convergence of economic trends and policies among member states was also desired. These goals have largely been achieved, although some analysts note that a similar degree of convergence has occurred among the non-EMS industrial countries. The volatility of EMS currencies has dropped substantially and the constraints imposed by the EMS have led to considerable convergence in macroeconomic policies and economic performance.[4]

---

1. The Smithsonian agreement of December 1971 re-established fixed exchange rates with fluctuation margins of ± 2¼ per cent, instead of ± 1 per cent under the Bretton Woods agreement.

2. On October 8, sterling entered the Exchange Rate Mechanism of the EMS at a central rate of 2.95 DM/£ and, initially, with a 6 per cent fluctuation band.

3. For the duration of this paper, the acronym EMS will be used in a generic sense, referring primarily to the Exchange Rate Mechanism (ERM). This common simplification is used solely to cut down on the number of confusing acronyms.

4. However, some member states, most notably Germany and the Netherlands, feel further economic convergence is essential prior to full monetary integration. This issue is discussed in detail below.

In the EMS, Germany's superior record in controlling inflation over the past 40 years has led the Deutsche Mark to assume the role of nominal anchor for the system. While German monetary policy concentrates on price stability, other nations must adopt policies that are consistent with maintaining a stable exchange rate vis-à-vis the Deutsche Mark. Germany's sound macroeconomic policies have imposed policy discipline on other EMS countries, and are generally credited for the visible convergence in macroeconomic policies and inflation rates within the EMS.

The parities of EMS currencies have not been realigned since January 1987 (aside from January's adjustment which brought the Italian lira into the narrow 2¼ per cent band). The significant gains against inflation made by France, Denmark and Ireland -- and not made by the U.K. -- illustrate how the EMS has provided counter-inflationary credibility to participating governments. A devaluation could damage this hard-won credibility; hence the willingness on the part of governments to raise (lower) short-term interest rates when currencies come under downward (upward) pressure.

In this system of fixed but adjustable exchange rates, monetary policy has increasingly been influenced by exchange rate management. The existence of substantial trade and current account surpluses in Germany and large trade and current account deficits in remaining member states has led to significant exchange rate tensions within the EMS. It is unclear whether Germany's strong external position reflects a temporary investment boom in the other EC member states (spurred, in part, by Europe 1992) or a more permanent shift in competitiveness due to a persistently undervalued currency. With fixed exchange rates, correction of a persistent external imbalance requires either a curtailment of international trade (say, through quantitative trade restrictions), a currency realignment, or a contraction/expansion of domestic demand through changes in interest rates or fiscal stance. Monetary policy has typically been the instrument of preference. The unilateral lowering of official French interest rates in November to counter upward pressure on the franc vis-à-vis the Deutsche Mark provides a recent example of this phenomenon.

4. Economic and Monetary Union: Recent Events and Future Milestones

A chronology of the events (both past and future) leading up to EMU is contained in Table 1. At the Madrid Summit in July 1989, EC leaders unanimously supported the implementation of "stage one" of the Delors Committee Report on EMU. The first stage, which began on July 1, entails the full liberalization of capital controls and the removal of restrictions on foreign exchange holdings, a strengthening of co-ordination in macroeconomic policy, and the full participation of all EC currencies in the Exchange Rate Mechanism of the EMS. However, no specific timetable has been set for the latter. EC finance ministers and central bank governors will step up co-operation on economic and monetary policy, and establish a "mutual surveillance" system for monitoring economic performance.

During stage one, the Committee of Central Bank Governors (which European Commission President Jacques Delors has called "the embryo of the future Eurofed[5]") will become the main Community body dealing with the co-ordination of monetary policies and external monetary relations. A new mandate for the Committee came into force on July 1. The Committee established a permanent research staff and three new sub-committees. Furthermore, the Chairman's (currently Bundesbank President Karl Otto Pöhl) term was extended from the former duration of six months to three years. In order to apply sufficient moral suasion on EC member states, the Committee is now entitled to release the substance and outcome of its policy discussions to the public. It is hoped that public disclosure and pressure will provide a strong incentive for national decision-makers to undertake appropriate policies.

Under the Delors Plan, future phases of EMU would entail the creation of a European System of Central Banks (ESCB) and, eventually, a single European currency. At the December 1989 European Council in Strasbourg, EC leaders agreed to convene an inter-governmental conference (IGC) by the end of 1990 to discuss changes to the Treaty of Rome required for EMU. The IGC will open on December 14, 1990, and is open-ended in terms of a completion date. Nonetheless, at the special meeting of the European Council in Rome, on October 27-28, EC leaders (save for British Prime Minister Margaret Thatcher) agreed to a specific timetable for completing the EMU. According to the agreement, stage two will commence on January 1, 1994, provided certain conditions are met. The criteria include: 1) the completion of the European single market; 2) the inclusion of the largest possible number of EC currencies in the Exchange Rate Mechanism of the EMS; and 3) the parliamentary ratification of the EMU treaty by all member states. The start date for stage three will be finalised before the end of 1996, and will be based on a sufficient degree of economic convergence among the twelve Community economies.

The Rome result was somewhat surprising given that one month prior, EC finance ministers and central bank governors were unable to agree on a specific timetable for EMU, or, indeed, on whether a fixed schedule was even desirable. At the September EcoFin (finance ministers and central bank governors) meeting, the majority of member

---

5. From this point on, we will refrain from using the term "Eurofed" as the Committee of Central Bank Governors rejected the title at their September meeting in Basle. The term "fed" was considered "slang".

FIGURE 1: MILESTONES ON THE ROAD TO EMU

June 27-28, 1988	EC leaders at the Hanover European Council request Mr. Jacques Delors, President of the European Commission, to chair a committee entrusted with "the task of studying and proposing concrete stages leading toward this [economic and monetary] union".
April 12, 1989	Release of the Delors Committee Report on "Economic and Monetary Union in the European Community".
June 25-26, 1989	EC leaders at the Madrid European Council unanimously support the implementation of stage one of the Delors Report, entailing the full liberalization of capital controls by July 1, 1990, a strengthening of co-ordination in macroeconomic policy, and the full participation of all EC currencies in the Exchange Rate Mechanism of the EMS.
December 8-9, 1989	EC leaders at the Strasbourg European Council agree to convene an inter-governmental conference (IGC) by the end of 1990 to discuss changes to the Treaty of Rome required for the creation of a European System of Central Banks (ESCB), under stage two of the Delors Plan.
March 31, 1990	At Ashford Castle in Ireland, EC finance ministers and central bank governors agree that the new European central bank will conduct monetary policy free of political interference.
July 1, 1990	Stage one of the Delors Plan begins with the elimination of capital controls and closer coordination of macroeconomic policies among member states. Stage one also calls for the eventual participation of all EC currencies in the exchange rate mechanism of the EMS. However, no specific timetable was set for the entry of new participants (at the time the U.K., Portugal and Greece).
October 8, 1990	The U.K. join the Exchange Rate Mechanism of the EMS.
October 27-28, 1990	EC leaders at the special meeting of the European Council in Rome agree that stage two of EMU should begin on January 1, 1994, and that the start date for stage three will be finalized prior to the end of 1996, and will be based on a sufficient degree of economic convergence among the twelve Community economies.
December 14, 1990	Start date for IGC on EMU, and IGC on EC constitutional reform.
December 31, 1993	Target date for national ratification of changes to the Treaty of Rome required for the creation of a ESCB.
January 1, 1994	Start date for stage two of the Delors Plan, involving the creation of a ESCB. During this "transitional" stage national authorities would continue to be responsible for monetary policy, and the margins of exchange rate fluctuation would be narrowed.
December 31, 1996	Prior to this date, the Commission and ESCB Council will report to the EcoFin Council (composed of member state finance minsters and central bank governors) on the progress of stage two, in order to decide on the start date for stage three.
Unknown	Stage three of the Delors Plan commences with the irrevocable fixing of exchange rates and the implementation of a single European monetary policy, carried out by the ESCB. National currencies would eventually be replaced by a single European currency.

states refused to subscribe to a fixed timetable for monetary union. While France, Italy, Belgium and Denmark sided with European Commission President Jacques Delors on the need for a January 1, 1993 target date for stage two, the remaining member states placed primary emphasis on the need for greater economic convergence within the Community. Spurred, in part, by its recent difficulties in the EMS, Spain proposed that stage two of EMU commence at the beginning of 1994, and last five or six years to allow EC economies to attain a greater degree of convergence prior to EMU's third and final stage.

Prior to the Rome agreement, participants in the debate over the timing of EMU could be broken into two general camps, reflecting two fundamentally different approaches to the larger issue of monetary integration. The "full steam ahead", or "fast track", camp believe that set monetary goals, dates and constraints can force economic convergence among the EC economies. In support of this assertion, they cite the superior economic performance of the nine member states whose currencies participate in the EMS exchange rate mechanism over the three -- the United Kingdom, Portugal, and Greece -- that remain outside it. The "go slow" camp stresses the need for greater economic convergence and believe that monetary union cannot run ahead of economic fundamentals. The breakdown of the "snake" in the 1970s is cited as an illustration of what can happen when the Community's monetary ambitions run ahead of economic convergence. Favouring the "go slow" approach, West German Finance Minister Theo Waigel stated "ideas about dates are less important than the [economic] criteria. Setting dates will not bring about convergence". The Rome agreement, however, seems to have provided enough leeway in terms of timing and convergence to satisfy both camps. Nonetheless, this rift could re-emerge at a later date, perhaps during negotiations on the start date for stage three.

Despite joining the exchange rate mechanism of the EMS in October, the U.K., which strongly opposes the loss of monetary sovereignty associated with stages two and three of the Delors Plan, has once more been isolated in the EMU debate. In Rome, Mrs. Thatcher accused her European counterparts of being "in cloud cuckoo land" with respect to monetary integration, and vowed that she would never put before the British Parliament a plan for a single European currency. However, prior to the Rome meeting, British officials had hoped to attract other member states to its alternative "evolutionary approach to EMU" which would allow individual EC member states to maintain their national currencies and control of monetary policy. At the heart of the proposal lies the promotion of the European Currency Unit (Ecu) as a "parallel" currency. In phase one of the plan, the existing basket Ecu would be used by tourists and businesses alongside national currencies. These "soft" Ecus would be provided by a "European Monetary Fund", in strict exchange for EC currencies to prevent an inflationary expansion of the money supply. In the second phase, the Ecu would become a currency in its own right, and these "hard" Ecus would never be devalued against other EC currencies. At the same time, the monetary fund could take over functions such as managing the Exchange Rate Mechanism, and exchange rate intervention against the dollar and the yen. British Chancellor John Major has stressed that a single European currency could "evolve" from this proposal, but only if market forces caused EC citizens to adopt the hard Ecu as the Community's single currency. Nonetheless, the Rome agreement, based on the Delors Plan for EMU, seems to have diminished any hope for the U.K.'s alternative approach to European monetary

integration, and member states seem determined to press ahead with or without U.K. support.

In deciding the start date for stage three, emphasis will be placed primarily on the degree of convergence achieved among the twelve Community economies. If current economic trends persist, the emergence of a "two-speed" European monetary union could be a distinct possibility. In the past, Bundesbank President Karl Otto Pöhl has suggested that, given the lack of economic convergence among the Twelve, EMU should proceed along a variable-speed path, with Germany, France and the Benelux countries (who have already achieved a fair degree of economic convergence) forming a monetary union ahead of the other member states. The remaining member states could then join the union, if they wished, when the time and economic conditions were appropriate. Both British Prime Minister Margaret Thatcher and the leaders of the EC's "poorer" nations rejected the notion, calling it contrary to the whole philosophy of the Community.

Finally, the creation of an internal market and the inevitable realization of economic and monetary union have led to increased calls for talks on accelerated European political union. The European Council decided at their June meeting to convene an IGC on political union in December to define the necessary framework for creating a European union. The IGC will look at ways of giving the Community more democratic legitimacy (for instance, increased responsibility for the European Parliament), to increase the efficiency and effectiveness of the Community and its institutions, and to strengthen the Community's international profile.

5. Institutional Aspects of EMU

According to the Delors Committee, a monetary union must consist of three essential elements:

- complete convertibility of all currencies;
- complete liberalization of capital markets and the full integration of financial markets; and
- the irrevocable fixing of exchange rates.

While not necessary for monetary union, the Committee did note that the adoption of a single European currency would be a desirable development. With the irrevocable fixing of intra-EC exchange rates, the adoption of a common European monetary policy becomes necessary, and the monetary mechanisms required to implement this policy must be established. The Delors Committee, therefore, proposed the creation of a European System of Central Banks (ESCB) which, in the final stage of EMU, would have the following responsibilities:

- to ensure price stability;
- subject to the above mandate, to assist in the implementation of the overall economic policy of the Community;
- to develop and apply monetary, exchange rate and reserves administration policy, and ensure the operation of the system of payments; and
- to participate in co-ordinating chartered bank supervision policy.

On November 13, the Committee of Central Bank Governors agreed to a number of draft statutes for the new ESCB. In order to undertake its responsibilities, the bank will have access to all of the monetary instruments normally available to any national central bank. The new central bank will have a federal structure, in order to represent the diversity of EC member states, and will draw upon the experience of existing national central banks in the formulation and implementation of the EC's common monetary policy. This federal structure will closely resemble that of other federal central banks, such as the U.S. Federal Reserve Bank and the Bundesbank. The ESCB will be directed by a Council, composed of the governors of the national central banks, as well as by a six-member Board whose members will be appointed by the European Council. The ESCB Council will have responsibility for the design of monetary policy, while the Board will be responsible for implementing the Council's policy decisions. Board members will also be members of the Council. The national central banks will act as agents for the European central bank, implementing monetary policy at the market level.

The president of the ESCB will be appointed by the European Council for a non-renewable term of eight years -- a length of time felt necessary to ensure the political independence of the Bank's administration. Board members will also be appointed for an eight-year term, but these appointments can be renewed at the discretion of the European Council.

No resolution was reached on how responsibilities would be shared between the Board and the Council. According to preliminary ESCB draft statutes produced by the Committee of Central Bank Governors and released in September, the monetary policy decisions of the Council will be taken by simple majority vote. This method of decision-making has raised a number of questions on the make-up and regional distribution of the ESCB Council. In its present form, the Board would hold six of eighteen seats on the Council. A number of commentators have argued that a Council which was essentially controlled by the governors of national central banks would probably imply a slower decision-making process than if a Board, characterized less by national differences, dominated the Council. Furthermore, in a number of member states, such as the United Kingdom and France, the national central bank has little independence from the government in setting monetary policy. Consequently, providing greater influence to the Board would tend to limit the influence of national politicians on the ESCB Council.

The Delors Committee insisted that the ESCB must be both independent of instructions from national governments, or Community officials, and accountable to the political officials of the Community. On this issue, the experience of other federal central banks is of limited value. This is because, in this context, other federal central banks are less federal in practice than they may appear on paper. In the case of the U.S., the twelve Federal Reserve Districts do not correspond to areas that are sovereign in any meaningful respect. They do not have "District" governments or "District" finance ministers. In the case of Germany, the regional central banks (Landeszentralbanken) that make up the Bundesbank do correspond to political entities, but even here the legal and fiscal sovereignty of the Länder is much less than seems likely for the constituents of the new ESCB.

In the case of the Fed, the supreme policy-making body, the Board of Governors, has no explicit regional representation. District Federal Reserve banks, together with the Board of Governors, are represented on the Federal Open Market Committee (FOMC) which directs the implementation of policy. But even on the FOMC, regional representatives constitute a minority (5 of 12). As a result, in both bodies non-regional members dominate the decision-making.

In the Bundesbank case, the supreme body is the Central Bank Council, on which all eleven Landzentralbanken are represented. Also on the Council are the members of the Bundesbank Directorate (up to 10 members). Consequently, it is possible but improbable (although it has occurred in the past) for regional representatives to outweigh non-regional members in policy decisions. The Directorate, which is the executive organ of the Bundesbank, has no regional representation.

In the case of the new ESCB, it would be difficult to make as clear a distinction between members representing regional (or national) interests and those representing broader interests. In such circumstances, the effective insulation of the ESCB from outside influence would probably depend more on the clarity of the Bank's mandate and on the manner in which appointments of Board members were made.

The independence question initially looked to be a highly charged and contentious issue as EC member states have varying traditions with respect to relations between the government and the central bank. While the Bundesbank enjoys almost complete autonomy in pursuing its monetary objectives, the Bank of England and the Banque de France are essentially managed by their respective finance ministries. At the March EcoFin meeting, perhaps the most important agreement was that the new ESCB will conduct monetary policy free from any political control. However, no decision has been reached on the German and Dutch demand that national central banks must also be independent of their governments.

With respect to exchange rate decisions, it was agreed at the March EcoFin meeting that EC finance ministers will set policy, while the ESCB will run day-to-day exchange rate management and intervention. On the issue of chartered bank supervision, a consensus seems to exist that, in keeping with principle of subsidiarity[6], national central banks should have responsibility for supervising chartered banks. The ESCB would play, at most, a co-ordinating role in the process.

Despite the high degree of consensus on the institutional aspects of the ESCB, some unresolved issues do remain. These include the size of the Bank's capital, how it should be distributed among the national central banks, how ESCB income should be distributed among member states, and how far foreign exchange reserves should be pooled. However, the Committee of Central Bank Governors seems confident that these problems can be ironed out during the upcoming IGC. The question of the eventual site of the bank has been deliberately left open for EC leaders to decide.

Over the longer term, another controversial subject is the replacement of national currencies by a single European currency -- say, the Ecu. The British, for example, are entirely opposed to the replacement of sterling by some new European currency. The Germans may also be sympathetic to the preservation of separate national currencies, albeit at irrevocably fixed exchange rates, in order to maintain the Deutsche Mark as its national currency. The majority of EC member states, however, favour the idea of a new, single European currency. The idea of using an existing European currency (read Deutsche Mark) as the Community's single currency has been ruled out by most member states for obvious reasons. The Delors Report, and subsequent papers, rejects the possibility that several currencies might co-exist at the same time as a common European currency, since such a system would make it very difficult to control the creation of money and to co-ordinate national monetary policies. Furthermore, and more importantly, the

---

6. As one of the basic tenets of EC governance, the principle of subsidiarity stresses that, wherever possible, Community decisions should be taken at the lowest level.

co-existence of multiple currencies would reduce the microeconomic benefits of a common currency.

In the Delors Report, the Committee noted that monetary union does not necessarily require the creation of a common currency. In either case, the primary cost of fixing exchange rates is the loss of the exchange rate as a policy instrument. Under a separate national currencies model, transaction costs would remain on foreign exchange dealings. Furthermore, agents may harbour lingering doubts about the commitment of authorities to maintain exchange rate parities, limiting the beneficial impact (for example, the elimination of the risk premia component of nominal interest rates) of moving to a fixed exchange rate regime. In other words, irrevocably fixed exchange rates (plus capital mobility) would not yield all of the benefits, but most of the costs, one would expect from a full monetary union. A single currency would reduce the transaction costs associated with international trade and investment, and provide all of the benefits associated with a regime of fixed exchange rates.

One logistical question which has been on the minds of businesses, in particular, is: What is to happen to the mass of contracts now denominated in national currencies? Given the wide difference in nominal interest rates on various financial instruments across Europe, and the fact that at some future date these will all be converted to a common currency, with a single (roughly average) interest rate, windfall gains and losses are likely to occur. However, with a pre-announcement and substantial lead time, contracts written in the private sector should be able to accommodate the difficulties imposed by the new regime.

As noted above, the Delors Report favours the attainment of monetary union in three distinct steps. Under the Delors blueprint, the primary feature of the second stage would be the creation of a ESCB that would prepare to take charge of European monetary policy in third and final stage of EMU. According to the Delors Committee, this second stage would be necessary to give the ESCB time to perfect its decision-making process. During this second stage, responsibility for monetary policy would still lie in the hands of national central banks. The Delors Committee was, however, unclear on the duration, and, indeed, the mechanics of this transitional phase. In its preliminary report to the EcoFin meeting in March, the Monetary Committee expressed the Commission's view that the second stage of monetary union should be as short as possible due to the lack of public credibility that the actions of an impotent ESCB would have. The United Kingdom's proposal, on the other hand, envisages a long, drawn-out second stage. Even under the Rome agreement, the duration of stage two remains unclear. Before the end of 1996, the European Commission and the ESCB Council will report to the EcoFin Council on the progress of stage two, in order to finalize a starting date for stage three. As mentioned, the decision will be based primarily on the degree of economic convergence among the twelve Community economies.

Concern still remains over the Delors Report recommendation that "binding rules for budgetary policies" are required in the final stage of monetary union. Such rules are believed to be necessary in order to ensure that the common monetary policy of the EC can effectively maintain price stability. This is felt to be particularly true given the

diverse history of budget discipline among member states. Undisciplined budgetary policies might threaten price stability in the Community by increasing pressures on the ESCB to pursue more accommodative monetary policies. For example, high levels of nominal public debt would increase the incentive for the ESCB to renege on its commitment to price stability through a surprise inflation tax. Although this extreme case is unlikely, the sustained accommodation of higher than necessary inflation is a legitimate concern. By reducing the real value of member governments' nominal liabilities, the ESCB would implicitly bail-out the public sector. Furthermore, higher interest rates associated with large budget deficits may put pressure on the ESCB to relax monetary policy in order to shield interest-sensitive sectors (such as the construction industry) from the crowding-out pressures associated with expansionary budget policies. It has been argued that fiscal rules are necessary in order to preclude the possibility that excessive accumulation of public debt by an EMU member might force a bail-out by fellow member states.

The Delors Committee (composed primarily of European central bankers) advanced three arguments supporting the need for budgetary rules:

1.) EMU could encourage fiscal laxity.

- Without the discipline of the foreign exchange market, a single currency implies that EC member states could borrow excessively without fear of a currency devaluation.

2.) Large budget deficits could undermine the credibility of fixed exchange rates.

- If debt-to-income ratios in some member states become out of line with other member states, the fixity of exchange rates could be threatened while the credibility of EMU is being established. Large budget deficits could impose "external diseconomies" on other member states by raising the average interest rate and, subsequently, crowding out some private investment.

3.) The EC central budget is small.

- In most large federal states, the federal budget equals 20-30 per cent of GDP, providing ample leverage to influence the aggregate budgetary stance of the federation. The EC budget is around 1 per cent of the combined GDP of member states and, as a result, influence over the aggregate budgetary stance can only come from decisions on national budgets. In addition to the need for a framework for the co-ordination of fiscal and monetary policy, the decentralization of fiscal authority could further limit the ability of the European central bank to pursue a policy of price stability.

Canada and the United States are often cited as examples of federal systems which do not apply budgetary rules to the provinces or states. Drawing on this experience, opponents to the idea of fiscal rules note that budgetary policies play an important role in providing public goods, and in stabilizing the economy in the face of macroeconomic disturbances. Furthermore, financial markets should enforce budget discipline through

higher borrowing costs and differentiated credit ratings for those member states who issue excessive debt. These implicit credit constraints would, however, only arise so long as financial markets feared the possibility that neither future domestic governments, or foreign governments (in terms of a bail-out), would honour debt obligations. As a result, many observers and decision-makers have suggested that a "no bail-out" (whether through monetary accommodation or direct fiscal transfer) commitment would address many of the concerns of fiscal-rule proponents.[7] Other analysts argue that as long as the ESCB is given sufficient independence to pursue its primary mandate of maintaining price stability, the adverse effect of public borrowing at the national level on the credibility of the ESCB's anti-inflation commitment would be reduced.

On the policy side, limited factor mobility (together with price and wage rigidities) in Europe implies that the loss of intra-EC exchange rates as a policy instrument may require some flexibility in budgetary policies to deal with macroeconomic shocks. Deficit ceilings, if they prevented borrowing in adverse circumstances, would restrict the use of yet another policy instrument for cushioning economic shocks. In other words, budgetary flexibility at the national level may act as a necessary substitute for a system of automatic fiscal transfers at the Community-wide level.

A recent Monetary Committee report supports the need for some form of budgetary rules, and proposes that defiant member states be denied payments from EC funds, and/or be taken to the European Court of Justice. In addition, the Committee of Central Bank Governors has agreed that the new European central bank will refrain from monetary financing of budget deficits. The European Commission has tabled a paper which has backed away from binding fiscal rules, favouring instead a system of "binding procedures", in which member states set their own budgets, but submit them to the Council of Ministers for approval. The Council of Ministers would recommend policy changes to any country whose borrowing it judged excessive. It is hoped that the bad publicity surrounding these recommendations would force any misguided member state into line. While Germany and the Netherlands, who fear having to bail-out over-burdened southern member states, support explicit fiscal rules, France and the United Kingdom see them as unnecessary, and have argued that they run against the principle of subsidiarity.

---

7. However, with the elimination of exchange rate risk, EMU would most likely encourage EC residents to hold financial instruments issued by governments of other member states. The increased exposure of their residents may, regardless of the commitment to reject bail-outs, increase pressures on EC governments to bail out a member state in financial distress.

6. The Impact of EMU

The implications of EMU for Europe and the rest of the world need to be evaluated in terms of both economics and politics.

a) Economic Implications

Economic and monetary union will have important implications for economic policy within the member states of the EC, and may also confer some direct economic benefits on the participants. It is, however, too early to attach magnitudes to the economic impacts discussed in this paper. The proposals themselves are not concrete; moreover there is substantial disagreement in the literature as to the empirical importance of the factors discussed below. At this point, therefore, we can only offer our views as to the likely channels of influence of EMU on real economic activity and welfare.

The seminal theoretical framework for the analysis of the policy implications of monetary union is the theory of optimum currency areas developed by Robert Mundell and others.[8] Mundell defined optimality "in terms of [the] ability to stabilise national employment and price levels". The benefit of a common currency, as defined by Mundell and later authors, is that a common medium of exchange among countries lowers transaction costs, facilitates risk pooling, and promotes trade and specialization. The costs of a common currency are borne in terms of unemployment or inflation if country-specific shocks are not offset by movements of factors of production.

Mundell defines an optimum currency area as a region with high internal factor mobility and low external factor mobility. It is not obvious that the EC currently fits this description. Real wage flexibility has been estimated to be quite low in Europe, compared with North America[9], and although in principle labour is fully mobile in the EC, migration data suggest that the movement of workers between member states is relatively modest. Similarly, although remaining capital controls in the majority of member states were eliminated on July 1, 1990, some capital restrictions will remain in Spain and Ireland, and Portugal and Greece, until the end of 1992 and 1995, respectively. Nonetheless, the creation of the single European market will reduce many of the barriers which currently limit factor mobility within the Community.

Peter Kenen[10] has added an integrated fiscal system at the regional level to the set of criteria for an optimum currency area. In some monetary unions, such as the

---

8. Classic references are Robert Mundell, "A Theory of Optimum Currency Areas", American Economic Review, 51, (1961) pp. 657-665; and Ronald McKinnon, "Optimum Currency Areas", American Economic Review, 53, (1963) pp. 717-25.

9. See Michael Bruno, and Jeffrey Sachs, Economics of Worldwide Stagflation, Harvard University Press, Cambridge Mass., (1985).

10. See Peter Kenen, "The Theory of Optimum Currency Areas: An Eclectic View", in Mundell, R.A., and A.K. Swoboda, eds., Monetary Problems of the International Economy, University of Chicago Press, Chicago, (1969).

U.S. and Canada, real disturbances are partially offset through the federal fiscal system. In this case, automatic fiscal transfers to the affected region can "deal" with the "pockets of unemployment" that may arise as a result of regional shocks and imperfect factor mobility. Although the Community currently operates a system of regional ("structural funds") assistance, funded by member state contributions based on relative standard-of-living, for all practical purposes, no such "automatic" fiscal system exists at the Community level.

Other, somewhat newer, papers have added more "subjective" criteria for the formation of a currency area. This approach focuses more on the commonality of aims and the similarity of policy attitudes among participants. For instance, countries with similar targets with respect to the inflation-employment trade-off could, according to this set of criteria, successfully form an optimum currency area. Although the qualified success of the EMS may suggest that EC member states concur on the importance of maintaining price stability, national inflation rates in the greater-EC differ significantly. Furthermore, it has been suggested that enthusiastic supporters of EMU, such as France and Italy, see a common European central bank as a way of regaining the influence over monetary policy that they have forgone through their membership in the EMS, and of softening somewhat the anti-inflationary influence of the Bundesbank in European monetary policy. However, both France and Italy have strongly supported price stability as the ESCB's primary objective, weakening somewhat the plausibility of this claim.

How will a common currency affect an area that does not fulfil the necessary conditions required for an optimum currency area? Consider a European monetary union with a single currency, and flexible exchange rates with the rest of the world. In Mundell's simple Keynesian model, with downward nominal price and wage rigidity, and less-than-perfect labour mobility between countries, an increase in foreign demand for the products of one of the member states would lead to an appreciation of the exchange rate and, as a result, a loss of competitiveness and increased unemployment in the other countries. The conduct of monetary policy is complicated, as a loosening in policy to assist weaker countries would exacerbate inflationary pressures in the strong country.

The adoption of a single currency implies a single monetary policy for the entire currency area. In practical terms this means a single interest rate would prevail in the area, and no exchange rate would exist to facilitate adjustment to country-specific economic shocks. Elimination of exchange rate flexibility involves the loss of an equilibration mechanism and, as a result, in the short term (assuming wage and price rigidities) national or regional adjustment to the shock would have to occur through quantity adjustment on the real side of the economy. In the longer run, prices would have to adjust so that the real exchange rate would attain its appropriate level.

In the EC, the disparities between member states are sometimes less than disparities within countries. The regional disparities implied above could lead to increasing demands for regional financial support. To a certain degree, this has already begun. Fearing that they could suffer wage cuts and substantial unemployment once they no longer have the recourse to devalue their currency to regain competitiveness, the poorer EC member states have suggested that EMU must be accompanied by a substantial increase in EC structural funds, and have hinted that they will make more aid a condition for

accepting EMU. The EC has already proposed to increase financial support to the less affluent regions. EC regional aid will double by 1992 from 7 billion to 14 billion Ecus. Presently, total EC aid, including agricultural support, accounts for, respectively, 5.1, 5.9 and 2.3 per cent of the GNPs of Greece, Ireland and Portugal. However, at their March meeting, EC finance ministers agreed that EMU will not entail any additional regional funds. Nonetheless, the regional aid system is due to be revised before the end of 1992 and could lead to some increased compensation. Sensing increasing discontent, European Commission President Jacques Delors recently proposed the creation of a special temporary fund that would extend short-term loans to member states having trouble adjusting to EMU.

Canadian experience offers some insight on this policy dilemma. First, regional subsidies discourage inter-regional mobility, which simply worsens the problem they were designed to solve. Second, experience suggests that governments are not particularly efficient in allocating financial support. There may be a risk that the EC could wind up spending significant resources on the regional problem without accomplishing anything. Furthermore, once extended, temporary assistance typically becomes permanent aid. Instead of increasing financial assistance, resources could be better spent developing policy measures aimed at increasing labour mobility.

If the EC is not an optimum currency area as defined in the literature, what economic rationale lies behind the move towards EMU? Participating member states could expect benefits from two sources. First, costs would be lowered because importers and exporters would no longer be subject to transactions costs on intra-EC foreign exchange dealings. Similarly, survey evidence suggests that investment decisions within the Community would be greatly simplified with the advent of a single European currency. However, these transactions costs are currently minimal. For example, the interbank bid-ask spread on cross dealings involving the major EMS currencies typically averages 0.05 per cent to 0.1 per cent of the central rate, and major commercial clients can expect to obtain terms very close to the inter-bank rates. Smaller commercial customers and individuals pay substantially larger transactions fees, but even so it is difficult to see how the elimination of these costs under EMU would provide much gain in efficiency at the macroeconomic level.

In the EMS countries, the costs of irrevocably fixed exchange rates (in terms of the loss of the exchange rate as a policy tool) have already to some extent been incurred. However, the benefits of a single currency are still some way from being realized. Thygsen and Gros[11] estimate that the direct savings in transaction costs stemming from the irrevocable fixing of intra-EC exchange rates should be small, in the order of ¼ to ½ of 1 per cent of total EC GDP (10 to 20 billion Ecu). However, the existence of national currencies can imply large indirect costs in the form of price discrimination by firms among national markets. Overall, they suggest that the welfare gains stemming from the introduction of a common European currency could be in the neighbourhood of 2 per

---

11. See Niels Thygsen and Daniel Gros, "Concrete Steps Toward Monetary Union", paper prepared for the CEPS Sixth Annual Conference (1989).

cent of total EC GDP (80 billion Ecu). Ernst and Young[12] add that the European Commission has "estimated [that the] economies of scale to be made strictly in terms of reductions in costs of multi-currency handling, are of the order of 15 billion Ecu on intra-EC trade". Further indirect efficiency gains could stem from the elimination of the need to monitor exchange rates; the elimination of the need to take account of the risk associated with open positions; and the inventory savings from holding one currency.

A single European currency may also enjoy wide-spread use as an international reserve currency, and, as a result, the international monetary system would develop into a multi-currency system. International reserves can serve as settlement balances for international trade and capital flows, as a buffer stock for import smoothing and/or as liquid resources for exchange rate management. In 1988, the U.S. dollar accounted for roughly 60 per cent of official foreign exchange reserves held by all countries, while the Deutsche Mark accounted for 16 per cent.[13] The international use of a single reserve currency can lead to efficiency gains by limiting transaction, information and computation costs, and allowing for a broader market (particularly for capital and exchange rate transactions). However, with a single reserve currency, problems may arise with respect to supply and seigniorage. A multi-currency reserve system also provides the advantage of "competing currencies" which would tend to limit the potential for inflation inherent in a single currency reserve system. Further, a multi-currency system may better reflect the distribution of world economic power, and could, in the present context, make the international monetary system run more smoothly if a lack of confidence in the U.S. dollar were to arise.

Studies on existing official reserves suggest a number of factors which determine their individual currency composition, including the type of exchange rate regime, monetary stability, wealth, and external vulnerability. Candidate reserve currencies typically have a strong position in international trade and finance, and a record for prudent monetary policy. Based on this criteria, a single European currency would probably be attractive as an official reserve currency.

However, increased use of the Ecu would not happen overnight, and increased international financial market volatility could arise while the new European central bank attempts to develop its own credibility. A key determinant of the willingness of international investors (including central banks) to hold a vehicle (or reserve) currency is the predictability of the issuing authorities. As an example, the Bundesbank has been extremely predictable in its monetary dealings, reducing the risk involved in denominating international transactions in Deutsche Marks. A European central bank would have to develop this degree of credibility and, in this sense, the design of the institution will be of

---

12. See Ernst and Young, and the National Institute of Economic and Social Research, A Strategy for the Ecu, London, U.K., Kagan Page Ltd., (1990); and Commission of the European Communities, One Market, One Money: An Evaluation of the Potential Benefits and Costs of Forming an Economic and Monetary Union, No. 44, (October 1990).

13. See George Alogoskoufis and Richard Portes, "International Costs and Benefits from EMU", Centre for Economic Policy Research, Discussion Paper No. 424, (June 1990).

critical importance. Until investors are assured by a credible track record, they may prefer "the devil they know" and shift towards greater use of the U.S. dollar. Financial market volatility could be significant under such a scenario, since the short-run macroeconomic impact would run counter to the long-run microeconomic effects.

A possible shift (albeit, a slow one) in the currency composition of international transactions could lead to a "dollar overhang", and have an impact on U.S. and European monetary policy. To eliminate this overhang, the U.S. Federal Reserve would need to engineer somewhat slower monetary growth, while the nascent European central bank would need to allow somewhat faster monetary growth than it otherwise might. In practice, however, it would be extremely difficult to determine the appropriate rates of monetary growth. As a result, financial markets may experience somewhat greater volatility during the transition to a new international monetary regime. Ecu-denominated assets could also become an attractive substitute for U.S. dollar-denominated assets in international investment portfolios, if the Ecu became viewed as a credible store of value. To the extent that the U.S. economy relies on foreign financing, this shift away from U.S. dollar-denominated assets could lead to higher U.S. real interest rates, and, as a result, have "real-side" implications for American saving and investment decisions.

A second potential source of economic benefit from EMU is the reduction in exchange rate uncertainty. Much of the debate surrounding EMU crosses into the larger discussion of the costs and benefits of fixed versus flexible exchange rate regimes. Proponents of a fixed exchange rate regime assert, *inter alia*, that exchange rate uncertainty reduces international trade and investment flows, and, as a result, depresses global welfare. However, the economic evidence on the impact of exchange rate uncertainty on international trade is mixed at best, and there is certainly no consensus that floating rates have had a significantly deleterious effect on the volume of international trade. World-wide trade flows have, in fact, grown much faster than output through the floating rate period. Empirical evidence on the negative impact of exchange rate uncertainty on foreign direct investment is similarly ambiguous.

The current EMS provides an interesting case in point. Prior to the creation of the EMS in 1979, European policy-makers subscribed to the view that intra-European exchange rate uncertainty was detrimental to trade and investment in Europe. As a result, the EMS was established in order to create a zone of "relative exchange rate stability" which could promote stronger growth and trade in Europe. By most accounts the EMS has been successful in reducing the variability of intra-EMS exchange rates. However, despite the marked decline in exchange rate variability, the yearly growth in intra-EMS trade declined on average from 4.4 per cent in 1973-1978 to 2.7 per cent in 1979-1985, as real output growth in the EMS countries fell from an annual average of 3.2 per cent to 1.8 per cent over the two periods. Similarly, in the post-EMS period, while exports from the EMS countries to the rest of the industrial world grew by 7.1 per cent and exports between non-EMS countries grew by 6.1 per cent, intra-EMS exports grew by only 2.8 per cent.[14]

---

14. See Paul De Grauwe and Guy Verfaille, "Exchange Rate Variability, Misalignment, and the European Monetary System," in Richard C. Marston, ed., Misalignment of Exchange Rate: Effects on Trade and Industry, Chicago, University of Chicago Press, (1988), pp. 77-103.

In the non-EMS industrial countries, however, real output growth averaged 2.5 per cent in 1979-85.

DeGrauwe and Verfaille attribute this somewhat surprising result primarily to the noted slowdown in real GDP growth in the EMS countries, which was larger and lasted much longer than in the rest of the industrialized world, over the sample period. More recent trade data support this proposition as intra-EC trade, spurred by a lengthy economic expansion in Europe, has increased as a proportion of total EC trade from 55 per cent in 1985 to 59 per cent in 1989. Furthermore, regression analysis undertaken by De Grauwe and Verfaille illustrates that under a different (more variable) exchange rate regime, intra-EMS trade would have been depressed further than observed over the 1979-1985 period. In other words, the positive effect of exchange rate stability in the EMS was overcome by the negative effect of slower European growth.

In any event, the complete elimination of exchange rate risk that would accompany EMU would be small relative to the reduction in risk that resulted from the formation of the EMS. Once again, therefore, EMU appears to offer only modest economic benefits. Nonetheless, in a survey undertaken by Ernst and Young, over 50 per cent of the companies surveyed felt that a European currency would have a positive effect on their export, sourcing, marketing and distribution strategies.

It is important, however, to distinguish between static and dynamic efficiency gains. While the static, once and for all efficiency gains associated with the adoption of a common monetary policy and a common European currency may be modest, the combination of the European Single Market Initiative and EMU could lead to significant dynamic gains, in terms of a higher sustainable rate of economic growth. For instance, preliminary estimates undertaken by the European Commission illustrate that "even a reduction in the risk premium of 0.5 percentage points could raise income in the Community significantly, possibly up to 5-10 per cent in the long run".[15] Furthermore, as factor mobility improves and economic integration increases, the costs associated with EMU will diminish and the benefits will be magnified.

EMU could also have some implications (aside from the obvious constraints implied by binding fiscal rules) for fiscal policy in EC member states. In the short run, monetary convergence implies a significant disinflation in high inflation countries. This would affect governments' budgets through two channels: a monetary contraction would reduce the portion of the budget deficit that can be financed by printing money; and the rise in real interest rates and the fall in output associated with the disinflation would lead to a greater accumulation of debt. The loss of national seigniorage could be significant in some EC member states. Southern European countries raise between 5 and 10 per cent of revenues through seigniorage, while northern European countries depend little on seigniorage. This difference in tax structures largely reflects the ability (for instance, in terms of collection costs) to tax certain activities. The overall revenue from seigniorage in the EC would depend on the demand for the new European currency as a vehicle and

---

15. Commission of the European Communities, One Market, One Money: An Evaluation of the Potential Benefits and Costs of Forming an Economic and Monetary Union, No. 44, (October 1990) pg. 63.

reserve currency. Thygsen and Gros estimate that seigniorage revenue would be small and would amount to a once and for all gain of 10 billion Ecu. Allowing Southern member states to reap the largest proportion of this overall seigniorage revenue could shield them from the loss of national seigniorage revenue; however, this would encourage inefficient systems of taxation by favouring countries where inefficiencies in tax collection currently make revenue from seigniorage relatively attractive.

Despite the possibly negative short-term fiscal implications, over the longer run it is likely that borrowing costs for governments with large borrowing needs would fall (as inflation is reduced and exchange rate risk premiums are eliminated), so long as financial markets had confidence that the debt would be serviced by future domestic governments, or, perhaps, through a member state bail-out (despite the explicit "no bail-out" commitment). This fiscal saving should far out-weigh any loss of seigniorage revenue experienced in some member states, and should lead to a significant improvement in the fiscal positions of a number of (particularly Southern) member states in which debt servicing costs represent a substantial proportion of government expenditures. Lower nominal interest rates could also spur both public and private investment, providing less developed member states with an opportunity to undertake the capital and infrastructural investments required to fully exploit the benefits of the European Single Market.

In conclusion, the economic impact of EMU on the EC should have two broad channels of influence. Moving to a common currency should reduce uncertainty and transactions costs, and this should have a beneficial effect on the level of income and welfare. Assuming that the ESCB honours its commitment to price stability and fiscal discipline is maintained (through whatever means), economic gains should also flow from the pursuit of more appropriate monetary and fiscal policies and the associated increase in macroeconomic stability (in terms of lower inflation and lower variability in the level of both output and employment). Balanced against these gains are the potential costs associated with more difficult adjustment to the economic shocks. However, over the long run, the combination of EMU and the Single Market Initiative should promote easier adjustment to economic shocks, as factor mobility and the degree of economic integration improves. One difficulty with evaluating the overall merits of EMU is that these costs are highly dependent on the likelihood, type and size of the economic shocks that will hit the EC over time, and the degree of credibility of political agreements that will come into play.

b) Political Implications

If our first impression that EMU will provide small static benefits but potentially large dynamic gains is correct, then the evident enthusiasm for EMU within the Community must stem from a belief that the longer-term (although uncertain) benefits of monetary union will offset any short-term risks. However, some other, more political, explanations have also been advanced. For instance, some observers have asserted that eager member states see EMU as a way of regaining the influence over monetary policy that they lost through their participation in the EMS. EMS countries now have little say in monetary policy, due to policy constraints imposed by the system, in general, and the Bundesbank, in particular. However, in the third stage of EMU each participant will have

a seat on the ESCB Council, and a newly acquired say in the conduct of European monetary policy.

Clearly, EMU is seen in some quarters as a stalking horse for greater *political* integration. As such, EMU is a powerful symbol not only of the desire for closer political linkages, but also of the success of the EC in moving towards this goal. But confusing political desires with economic realities is not without risk. Further down the road, it is possible that the economic difficulties associated with monetary union in a region that is clearly not an optimum currency zone will give rise to dissatisfaction with the institutions of a politically unified Europe.

The Italian-chaired IGC in December will be left with the task of developing a solid institutional framework for EMU. Despite the relatively modest economic gains expected from EMU, the drive towards greater economic and political integration will have a dramatic impact on the workings of the Community, itself, and its relations with the rest of the world. To start, EMU will help to increase domestic awareness relating to European integration. The existence of a supra-national central bank in Europe would represent a large, evolutionary step in the role played by the Community and its institutions, and the use of a single currency would be a tangible sign that the EC is truly becoming a single entity. European public perception of the link between monetary and political union will be heightened in the wake of the German unification process.

Moreover, EMU, combined with Europe 1992, will also act as an impetus for institutional and, possibly, structural reforms within the Community. The creation of a European central bank will require changes to the Treaty of Rome. Once the decision to change the Treaty has been accepted and the process initiated, there is a very real possibility that further changes to its text will transpire. Such changes would likely include a redefining of the roles of the European Council, the Parliament, and/or the Commission. In addition, as the Community's area of responsibility increases, member states will be inclined to focus greater attention on the actual effectiveness of EC institutions. This should further stimulate interest in institutional and structural reforms within the EC. These types of alterations to the institutions of the Community will be discussed concurrently at December's IGC on political union.

EMU will require the acceptance of some restraints on fiscal policy, whether through explicit rules, moral suasion, or economic realities (through possibly higher interest rates reflecting differing degrees of creditworthiness). Member states, deprived of the option of separate interest rate and exchange rate policies, will need to make explicit political arrangements to accommodate divergent goals (and different economic conditions) with respect to regional, structural, counter-cyclical and/or social policies. In facing these divergent demands, the political machinery of the Community will either have to adapt and respond, or EMU may, in fact, collapse.

The structure and, possibly, the balance of power with respect to the determination of monetary policy within the Community will also change with EMU. In the present EMS, the Bundesbank is the leading monetary authority. With EMU, decisions concerning monetary policy will no longer be a fundamentally German prerogative.

Decisions relating to monetary policy will become a Community affair. The possibility that a future European Central Bank will possess less political autonomy than the Bundesbank (an extreme case being one-country, one-vote) is very likely. Furthermore, failure to achieve consensus on the timing of EMU could lead to the establishment of a "two-speed" Europe. This development would seriously alter the nature and the future of the Community.

The success and speed of economic integration within the Community could also have a dramatic impact on the nascent democracies of Eastern Europe. Fears that they may be left behind and/or excluded from the Western "prosperity zone" may lead to an acceleration of both economic and political reforms in the region. The extent of the reforms may also become more adventurous in order to meet Community membership criteria. Czechoslovakia, Hungary, and Poland have all cited EC membership as a legitimate long-term goal. On the other hand, the continued deepening of the EC will make the addition of new members more difficult. In a fully integrated Community, the loss of sovereignty associated with membership would not be evolutionary but rather one very large step. This step may, in reality, be too large for some countries (eg. Switzerland) to take.

7. Implications For Canada

At this point in time, quantifying the economic impact of EMU on the EC is an elusive task given that negotiations on the final shape and timing of EMU are ongoing. Furthermore, much will depend on the nature of future economic shocks that hit the EC, the response of the ESCB to these shocks, and, in the extreme case, on the credibility of political agreements. Nonetheless, EMU is likely to have a relatively modest impact on Community output, income, and trade. In economic terms, the implications for Canada of European monetary integration are equally difficult to quantify. Consequently, once again, we can only attempt to illustrate the broad channels of influence that EMU could have on the Canadian economy. On the political side, greater EC monetary integration could have implications for Canada's international stature and influence, particularly in international monetary negotiations.

To the extent that EMU leads to efficiency gains and higher output in Europe, international trade could also be expected to increase as a result of EMU. Indeed it is through the trade channel that the most important impact of EMU on Canada will be felt. However, it is difficult to sort out the impact of EMU by itself on third-country trade. On the one hand, the higher level of European output made possible through greater intra-EC trade could increase third-country imports. EC exports to third countries could also rise as a result of European efficiency gains. From Canada's standpoint as a consumer, increased efficiency in Europe could lead to lower import prices. On the other hand, the increase in intra-EC trade may come at the expense of third-country trade. To the extent that greater European integration encourages Europeans to prefer European suppliers (and European markets), Canadian trade with the EC may be limited by the EMU.

Over the long run, however, the combination of Europe 1992 and EMU should unambiguously improve economic efficiency in the EC, and, as a result, increase European standards of living. Assuming the EC does not adopt a "fortress Europe" approach to international trade, Canada should share in the gains. On balance, the macroeconomic impact of Europe 1992 on Canada is expected to be relatively small but positive. In model simulations, real GDP in Canada rises 0.25 per cent above the level in the reference solution as a result of Europe 1992.[16] EMU should add to this macroeconomic gain; however, a quantitative estimate is impossible to attain.

The impact of a single European currency (for convenience, say the Ecu) on international financial markets may have somewhat greater implications for Canada. The convenience of dealing with one European currency rather than twelve may be especially evident to third-country traders such as Canada. Even ignoring intra-EC trade, the EC is the world's largest trader. Theory suggests that a single European currency would be more widely used internationally than the individual European currencies are at present because of the distinct economies of scale involved in the use of vehicle currencies. Consequently, a shift towards greater international use of the Ecu in international trade and investment

---

16. See The European Single Internal Market: Macroeconomic and Policy Implications for Canada, Report of the Working Group on the Macroeconomic Implications of a Single European Market, (February, 1990).

would reduce the cost of Ecu transactions, leading, in turn, to even greater international use.

EMU may also have some implications for Canada's access to international capital. If European investors become more inward looking and choose to re-balance their portfolios in favour of Ecu-denominated assets, then interest in Euro-Canadian issues may diminish. However, given the multitude of factors which affect international investment portfolio decisions, it is difficult to say whether EMU will have any direct or indirect impact on Canadian securities issues in Europe, and impossible to determine any quantitative magnitude should the scenario prove valid.

From a operational policy perspective, European economic and monetary union could have an impact on Canadian monetary policy. To the extent that a single European monetary policy will follow the current anti-inflationary stance of the West German Bundesbank, increased price stability in Europe might reinforce views that a low inflation world is achievable and desirable. From this perspective, the implementation of monetary policy in Canada could be easier.

European economic and monetary union could reduce Canada's role in international economic policy formulation. Historically, Canada has played a role of "honest broker" in international negotiations. To the extent that Canada can be perceived as independent from any bloc's or country's orbit, there may be an even larger role as an honest broker in world affairs. However, a financially integrated Europe is likely to speak increasingly with one voice on economic policy issues. As a result, Canada may be left with a limited voice in the G-7 exercise, which would in reality become a G-3 (Japan, the U.S. and Europe), with Canada being marginalized.

However, in the realm of international affairs, EMU could lead to the development of a constructive and non-adversarial governmental and institutional dialogue between Canada and the Community on exchange rate management and fiscal policy within a federal system . Many of the potential difficulties that the Community may encounter with EMU have already been experienced in Canada. Under EMU, the EC will become a large federation with, at least initially, a low degree of labour mobility and real wage rigidities. Given the lack of automatic fiscal transfers between member states, calls for greater regional aid are likely to escalate as EMU becomes a reality. Furthermore, the question of whether federation members need binding fiscal rules on their national deficits will continue to be a timely issue. On all of these issues, Canada has solid experience and constructive advice which could be of immense value to decision-makers in the EC.

Europe 1992

NOVEMBRE 1990

RAPPORT FINAL DU GROUPE DE TRAVAIL SUR LES CONSÉQUENCES MACRO-ÉCONOMIQUES DU MARCHÉ UNIQUE EUROPÉEN

PROJET

LES IMPLICATIONS ÉCONOMIQUES ET POLITIQUES DE L'UNION ÉCONOMIQUE ET MONÉTAIRE EUROPÉEN POUR LE CANADA

LES IMPLICATIONS ÉCONOMIQUES ET POLITIQUES DE L'UNION ÉCONOMIQUE ET MONÉTAIRE EUROPÉENNE POUR LE CANADA

1. RÉSUMÉ

2. INTRODUCTION

3. LE SYSTÈME MONÉTAIRE EUROPÉEN

4. UNION ÉCONOMIQUE ET MONÉTAIRE : ÉVÉNEMENTS RÉCENTS ET ÉTAPES CARACTÉRISTIQUES FUTURES

5. LES ASPECTS INSTITUTIONNELS DE L'UEM

6. L'INCIDENCE DE L'UEM

   a) Conséquences économiques

   b) Conséquences politiques

7. CONSÉQUENCES POUR LE CANADA

1. RÉSUMÉ

À mesure que le programme de marché unique européen (Europe 1992) s'est concrétisé, l'attention du public s'est portée sur la réalisation de l'union économique et monétaire européenne (UEM). Bien que le projet de marché unique embrasse une large gamme d'initiatives qui visent à supprimer les obstacles à la libre circulation des biens, des services, de la main-d'oeuvre et des capitaux au sein de la Communauté, l'UEM implique un transfert plus ambitieux et fondamental de la souveraineté du niveau national au niveau communautaire.

La création de l'union monétaire européenne représente une transformation fondamentale du système monétaire européen (SME). Le comité Delors (constitué des gouverneurs des banques centrales de la CE et d'universitaires, et présidé par le président de la Commission européenne, Jacques Delors) a proposé que l'UEM soit réalisée en trois «étapes» bien délimitées. La première étape, qui commençait le 1er juillet, comprend la suppression dans les faits des contrôles des mouvements de capitaux au sein de la Communauté, une coordination plus étroite des politiques macro-économiques entre les États membres et la participation éventuelle de toutes les monnaies de la CE au mécanisme de change du SME. Un calendrier de mise en oeuvre des deuxième et troisième étapes de l'UEM a été arrêté (par tous les États membres, excepté le Royaume-Uni) lors de la réunion spéciale du Conseil européen à Rome les 27 et 28 octobre. La seconde étape de l'UEM, qui comprend la création du système européen de banques centrales (SEBC), devrait commencer le 1er janvier 1994. La date de début de l'étape trois, qui aboutit à la création éventuelle d'une monnaie européenne commune, sera arrêtée avant la fin de 1996 et dépendra du degré de convergence économique des douze économies de la Communauté. Les autres détails techniques de l'intégration monétaire seront mis au point à la prochaine conférence intergouvernementale qui s'ouvrira en décembre 1990.

Il est peu vraisemblable que l'UEM ait une incidence économique spectaculaire sur la Communauté. L'adoption d'une monnaie commune devrait atténuer les incertitudes de change et réduire les coûts de transaction liés à l'utilisation de monnaies multiples, ce qui n'aura vraisemblablement que des retombées positives modestes sur le niveau de revenu et de bien-être de la Communauté. D'autres gains devraient provenir de l'accroissement de la stabilité macro-économique. Toutefois, ces gains sont assortis de certains coûts, notamment ceux que pourrait occasionner la perte pour les autorités nationales de la politique de change comme instrument d'ajustement, qui rendra plus difficile pour les États membres l'adaptation aux chocs économiques. Mais il est difficile de déterminer l'ampleur des mérites généraux de l'UEM car les coûts sont liés à l'éventualité, au type et à l'envergure des chocs économiques qui peuvent frapper la Communauté dans les années qui viennent. Au début, les coûts pourront être importants étant donné que la mobilité des facteurs est restreinte et que l'intégration économique est loin d'être complète. Cependant, si l'amélioration des infrastructures institutionnelles (coordination de la politique macro-économique, libéralisation des échanges, harmonisation du cadre réglementaire) réussit à accroître l'efficience à l'échelle de la Communauté, ces coûts s'en trouveront abaissés et les avantages de l'UEM en seront multipliés.

Une plus grande intégration monétaire pourrait en outre avoir des répercussions importantes sur les travaux de la Communauté elle-même. En décembre, la Communauté convoquera également une conférence intergouvernementale pour définir le

cadre indispensable à la création de l'union politique européenne.

À la lumière des gains économiques relativement modestes attendus dans un premier temps pour la CE de la réalisation de l'UEM, il est peu vraisemblable qu'une plus grande intégration monétaire européenne ait des répercussions spectaculaires sur l'économie canadienne. La question dépend en grande partie des effets de l'UEM, à savoir si l'union économique et monétaire est génératrice d'échanges ou si elle a un effet de déplacement des courants commerciaux. Si les niveaux de vie des pays d'Europe sont en hausse, le Canada bénéficiera des avantages qui en découlent. De même, l'UEM pourrait modifier l'accès du Canada aux capitaux internationaux si les actifs libellés en écus en venaient à remplacer les actifs en monnaie canadienne dans les portefeuilles de valeurs internationales. L'UEM pourrait également avoir des incidences sur le rôle du Canada dans la formulation de la politique internationale. Une fois mieux intégrée sur le plan financier et politique, la Communauté est appelée à parler de plus en plus d'une seule voix en matière de politiques économiques et le Canada pourrait voir son rôle restreint au sein du G7 qui deviendrait en réalité un G3 (Japon, États-Unis et Europe), où il n'occuperait plus qu'une place marginale.

2. INTRODUCTION

L'an dernier, les progrès substantiels réalisés dans l'intégration européenne ont dépassé les objectifs les plus ambitieux du programme de marché européen unique (Europe 1992) et ont permis de passer à la réalisation d'une union économique et monétaire (UEM) au sein de laquelle une banque centrale européenne déterminera seule la politique monétaire européenne et régira une monnaie européenne unique. Le concept de l'UEM n'a toutefois rien de nouveau. En 1969, les dirigeants de la CE, en réunion à La Haye, ont convenu de dresser un plan menant à la création graduelle d'une union économique et monétaire au sein de la Communauté. Bien que plus de vingt ans se soient écoulés depuis le rapport Werner de 1970, la création du «serpent» en 1972 et l'établissement du système monétaire européen (SME) en 1979 représentent d'importantes étapes sur la voie de l'UEM.

La présente étude est une évaluation du cours probable de l'UEM et de son impact éventuel sur l'Europe et le Canada. Notre analyse est structurée de la manière suivante : la section trois porte sur les efforts antérieurs pour atteindre un plus grand degré d'intégration monétaire au sein de l'Europe des douze, avec notamment la création du «serpent» et de l'actuel SME; les sections quatre et cinq abordent le débat actuel sur le calendrier, la structure et la forme de l'UEM tandis que la section six évalue l'impact de l'UEM sur la Communauté à la fois dans une perspective économique et politique; la section sept, qui sert de conclusion, étudie les implications possibles pour le Canada.

De façon générale, comme on ne s'attend pas à ce que l'UEM ait des conséquences économiques spectaculaires sur la

Communauté, l'impact de l'UEM sur l'économie canadienne devrait, par voie de conséquence, être minime. Toutefois, étant donné que l'UEM est induite par des décisions politiques plutôt que par des décisions économiques, elle constitue un puissant symbole, non seulement du désir d'une plus grande intégration politique de la CE, mais également de la réussite de la Communauté à atteindre ces objectifs. À ce titre, l'UEM pourrait avoir des conséquences notables sur le rôle que joue le Canada dans la formulation de la politique internationale. Comme la Communauté européenne, une fois mieux intégrée sur le plan financier et politique, est appelée à parler de plus en plus d'une seule voix en matière de politique économique, le Canada pourrait voir son rôle restreint au sein du G7, qui pourrait en réalité devenir un G3 (le Japon, les États-Unis et l'Europe), où il n'occuperait plus qu'une position marginale.

3. LE SYSTÈME MONÉTAIRE EUROPÉEN

La création de l'union monétaire européenne représente une transformation fondamentale des arrangements actuels et antérieurs visant à accentuer l'intégration monétaire au sein de la Communauté. En avril 1972, après la suspension de la convertibilité du dollar américain et les accords de Washington de décembre 1971 qui rétablissaient des taux de change fixes[1], les États membres de la CE ont signé un accord visant à rétrécir les marges de fluctuation du taux de change entre leurs monnaies respectives. L'arrangement, qui fut comparé à l'image du «serpent dans le tunnel», établit des marges qui étaient de la moitié des 4,5 p. 100 autorisés par les accords de Washington. Les flux de capitaux spéculatifs contraignirent toutefois les participants de la CE signataires des accords de Washington à laisser flotter leur monnaie par rapport au dollar américain en mars 1973, faisant disparaître le tunnel qui limitait les mouvements du serpent. L'absence de convergence économique entre les États membres de la CE induisit des pressions continuelles sur le système et, en fin de compte, un certain nombre de monnaies dont la livre sterling et la livre irlandaise, la lire italienne et le franc français cessèrent d'être régies par l'accord. Même si l'accord du serpent ne permit de faire progresser que de façon limitée l'intégration monétaire de la CE, il constitua un cadre utile qui stimula la coopération en matière de politique macro-économique au sein de la Communauté.

Le système monétaire européen, qui fut introduit en mars 1979, était censé établir une «zone de stabilité monétaire»

---

[1] Les accords de Washington de décembre 1971 rétablissaient les taux de change fixes avec des marges de fluctuation de ± 2¼ % au lieu de ± 1 % en vertu des accords de Bretton Woods.

au sein de la CE, grâce à une étroite collaboration monétaire et à une gestion concertée du taux de change. Le SME est fondé sur trois mécanismes généraux : le mécanisme de change, l'unité monétaire européenne («écu») et plusieurs facilités de crédit. Au moment de sa création, les neuf États membres de la CE d'alors adhérèrent au SME et tous, à l'exception du Royaume-Uni, participèrent au mécanisme de change. Le Royaume-Uni adhéra par la suite au mécanisme de change en octobre 1990[2]. La Grèce, le Portugal et l'Espagne adoptèrent le SME après être devenus membres de la Communauté, mais seule l'Espagne adhéra au mécanisme de change en juin 1989.

Le principal objectif du SME[3] était d'introduire une plus grande stabilité du taux de change entre les monnaies européennes de manière à favoriser l'intégration économique. Une plus grande convergence des tendances et des politiques économiques entre les États membres était également souhaitée. Ces objectifs ont dans l'ensemble été réalisés, même si certains analystes font remarquer qu'un degré analogue de convergence a été atteint par les pays industriels qui n'adhèrent pas au SME. L'instabilité des monnaies du SME a chuté de façon notable et les contraintes imposées par le SME ont mené à une convergence

---

[2] Le 8 octobre, la livre sterling entra dans le mécanisme de change du SME à un cours officiel de 2,95 DM/£ et, au début, avec une bande de 6 %.

[3] Tout au long de notre document, l'acronyme SME sera utilisé dans un sens général pour désigner essentiellement le mécanisme de change. Cette simplification courante est utilisée à la seule fin de réduire le nombre d'acronymes prêtant à confusion.

considérable en matière de politiques macro-économiques et de performance économique[4].

Au sein du SME, comme l'Allemagne a réussi à maîtriser de façon exceptionnelle l'inflation au cours des 40 dernières années, le mark allemand a été amené à jouer pratiquement le rôle d'ancre du système. Bien que la politique monétaire de l'Allemagne soit axée principalement sur la stabilité des prix, les autres pays doivent adopter des politiques propres à assurer un taux de change stable par rapport au mark allemand. Les politiques macro-économiques saines de l'Allemagne ont imposé une certaine discipline politique aux autres pays du SME et on leur impute de façon générale la convergence évidente des politiques macro-économiques et des taux d'inflation au sein du SME.

Les parités des devises du SME n'ont pas été réalignées depuis janvier 1987 (si l'on excepte un ajustement en janvier qui a amené la lire italienne dans la bande étroite de 2¼ %. Les luttes fructueuses menées contre l'inflation par la France, le Danemark et l'Irlande - alors que le Royaume-Uni a échoué - illustrent la façon dont le SME a démontré aux gouvernements participants ses vertus anti-inflationnistes. Une dévaluation pourrait entamer cette crédibilité difficilement acquise et, par conséquent, la volonté manifestée par les gouvernements de hausser les taux d'intérêt à court terme (plus bas) lorsque les monnaies subissent des pressions à la baisse (ou à la hausse)).

---

[4] Toutefois, certains États membres, et plus particulièrement l'Allemagne et les Pays-Bas, considèrent qu'une plus grande convergence économique est essentielle avant qu'on en arrive à une intégration monétaire complète. Cette question est analysée en détail ci-dessous.

Dans ce système de taux de change fixes mais ajustables, la politique monétaire a été de plus en plus influencée par la gestion du taux de change. L'existence d'excédents commerciaux substantiels et d'excédents dans les comptes courants de l'Allemagne alors que les autres États membres accusaient d'importants déficits a créé de graves tensions de change au sein du SME. On ne sait pas très bien si la solidité de la position extérieure de l'Allemagne est due à une forte progression des placements à court terme dans les autres États membres de la CE (induite en partie par le programme 1992) ou à un changement plus permanent dans la concurrence dû à une monnaie sous-évaluée de façon permanente. Avec les taux de change fixes, la correction d'un déséquilibre extérieur persistant nécessite une diminution des échanges internationaux (par des restrictions commerciales quantitatives, par exemple), un réalignement monétaire ou une contraction/expansion de la demande intérieure par le truchement d'une modification des taux d'intérêt ou de la politique fiscale. La politique monétaire a généralement été l'instrument privilégié. L'abaissement unilatéral des taux d'intérêt officiels de la France en novembre pour contrer la pression à la hausse sur le franc par rapport au mark allemand constitue une illustration récente de ce phénomène.

4. UNION ÉCONOMIQUE ET MONÉTAIRE : ÉVÉNEMENTS RÉCENTS ET ÉTAPES CARACTÉRISTIQUES FUTURES

Une chronologie des événements (passés et futurs) menant à l'UEM est présentée au tableau 1. Au Sommet de Madrid de juillet 1989, les dirigeants de la Communauté européenne se sont prononcés à l'unanimité en faveur de la mise en oeuvre de «l'étape un» du rapport du comité Delors sur l'UEM. La première étape, qui a été amorcée le 1er juillet, aboutit à une totale libéralisation des mouvements de capitaux et à la suppression des restrictions sur les avoirs en devises, à un renforcement de la coordination en matière de politiques macro-économiques et à la pleine participation de toutes les monnaies de la CE au mécanisme de change du SME. Toutefois, le calendrier de l'étape ultime n'a pas encore été fixé. Les ministres des Finances de la CE et les gouverneurs des banques centrales instaureront progressivement la coopération en matière de politique économique et monétaire et établiront un système de surveillance mutuelle pour contrôler la performance économique.

Au cours de l'étape un, le comité des gouverneurs des banques centrales (que le président de la Commission européenne, Jacques Delors, a désigné comme étant «l'embryon du futur Eurofed»[5]) deviendra le principal organisme communautaire chargé de la coordination des politiques monétaires et des relations monétaires extérieures. Le nouveau mandat du Comité est entré en vigueur le 1er juillet. Le Comité a établi une équipe permanente de recherche et trois nouveaux sous-comités. En outre, la durée

---

[5] Nous n'utiliserons plus le terme «Eurofed» étant donné que le comité des gouverneurs des banques centrales a rejeté le titre lors de sa réunion de septembre à Bâle. Le terme «fed» a été jugé «argotique».

du mandat du président (l'actuel président de la Bundesbank, Karl Otto Pöhl) a été prolongée de six mois à trois ans. Pour faire des pressions morales adéquates sur les États membres de la CE, le Comité est maintenant habilité à communiquer au public le contenu et l'issue de ses débats politiques. On espère que la divulgation et la pression de l'opinion publique inciteront fortement les décideurs nationaux à implanter les politiques appropriées.

En vertu du plan Delors, les étapes futures de l'UEM aboutiraient à la création d'un système européen de banques centrales et, éventuellement, à une monnaie européenne unique. Lors du Conseil européen de Strasbourg en décembre 1989, les dirigeants de la Communauté européenne ont convenu de convoquer une conférence intergouvernementale d'ici la fin de 1990 pour discuter des changements requis au Traité de Rome en vue de l'UEM. La conférence s'ouvrira le 14 décembre 1990 et sa date d'achèvement n'a pas été fixée. Néanmoins, lors de l'assemblée extraordinaire du Conseil européen à Rome les 27 et 28 octobre, les dirigeants de la CE (à l'exception du premier ministre britannique, Margaret Thatcher) ont arrêté un calendrier pour l'achèvement de l'UEM. D'après l'accord, l'étape deux commencera le 1er janvier 1994 pourvu que certaines conditions soient remplies. Parmi les critères retenus, mentionnons : 1) la réalisation du marché unique européen; 2) l'inclusion du plus grand nombre possible de monnaies de la Communauté dans le mécanisme de change du SME et 3) la ratification parlementaire du traité d'UEM par tous les États membres. La date de départ de l'étape trois sera arrêtée avant la fin de 1996 et dépendra du degré de convergence économique des douze économies de la Communauté.

Les résultats de l'assemblée de Rome ont été quelque peu étonnants puisqu'un mois auparavant, les ministres des Finances de la Communauté et les gouverneurs des banques centrales étaient incapables de convenir d'un calendrier pour l'UEM et se demandaient même s'il était souhaitable d'en établir un. À la réunion de septembre d'EcoFin (ministres des Finances et gouverneurs des banques centrales), la majorité des États membres refusèrent d'adhérer à un calendrier définitivement arrêté pour l'union monétaire. Bien que la France, l'Italie, la Belgique et le Danemark aient soutenu le président de la Commission européenne Jacques Delors qui jugeait que la date du 1er janvier 1993 s'imposait pour l'étape deux, les autres États membres considéraient qu'une plus grande convergence économique au sein de la Communauté était une nécessité encore plus cruciale. En raison notamment de ses récentes difficultés au sein du SME, l'Espagne a proposé que l'étape deux de l'UEM commence au début de 1994 et dure de cinq à six ans pour permettre aux économies de la CE d'atteindre un plus grand degré de convergence avant d'en arriver à l'étape trois finale de l'UEM.

FIGURE 1 : ÉTAPES CARACTÉRISTIQUES SUR LA VOIE DE LA RÉALISATION DE L'UEM

27-28 juin 1988	Au Conseil européen de Hanovre, les dirigeants de la CE demandent à M. Jacques Delors, président de la Commission européenne, de présider un comité chargé «d'étudier et de proposer des étapes concrètes menant à cette union [économique et monétaire]».
12 avril 1989	Diffusion du rapport du comité Delors sur l'«union économique et monétaire au sein de la Communauté européenne».
25-26 juin 1989	Au Conseil européen de Madrid, les dirigeants de la CE appuient à l'unanimité la mise en oeuvre de l'étape un du rapport Delors aboutissant à la totale libéralisation des mouvements de capitaux d'ici le 1er juillet 1990, à un renforcement de la coordination en matière de politiques macro-économiques et à la pleine participation de toutes les monnaies de la CE au mécanisme de change du SME.
8-9 décembre 1989	Au Conseil européen de Strasbourg, les dirigeants de la CE conviennent de convoquer une conférence intergouvernementale d'ici la fin de 1990 pour discuter des changements nécessaires au Traité de Rome pour la création d'un système européen de banques centrales conformément à l'étape deux du plan Delors.
31 mars 1990	À Ashford Castle en Irlande, les ministres des Finances de la CE et les gouverneurs des banques centrales décident, d'un commun accord, que la banque centrale européenne déterminera la politique monétaire sans ingérence politique.
1er juillet 1990	L'étape un du plan Delors commence par la suppression de contrôles sur les mouvements de capitaux et par une coordination plus étroite des politiques macro-économiques entre les États membres. L'étape un requiert également la participation de toutes les monnaies de la CE au mécanisme de change du SME. Toutefois, aucun calendrier n'a été arrêté pour l'adhésion de nouveaux participants (à l'époque, le Royaume-Uni, le Portugal et la Grèce).
8 octobre 1990	Le Royaume-Uni adhère au mécanisme de change du SME.
27-28 octobre 1990	Les dirigeants de la CE conviennent, à l'assemblée extraordinaire du Conseil européen de Rome, que l'étape deux de l'UEM devrait commencer le 1er janvier 1994 et que la date du début de l'étape trois devra être arrêtée avant la fin de 1996 et dépendra du degré de convergence économique (qui doit être suffisant) des douze économies de la Communauté.

14 décembre 1990	Date d'ouverture de la conférence intergouvernementale sur l'UEM et de la conférence intergouvernementale sur la réforme constitutionnelle de la CE.
31 décembre 1993	Date visée pour la ratification nationale des changements requis au Traité de Rome en vue de la création d'un système européen de banques centrales.
1er janvier 1994	Date de départ de l'étape deux du plan Delors comprenant la création d'un système européen de banques centrales. Au cours de cette étape de «transition», les autorités nationales devraient continuer à déterminer leur politique monétaire et les marges de fluctuation du taux de change devraient être rétrécies.
31 décembre 1996	Avant cette date, la Commission et le Conseil du système européen de banques centrales présenteront un rapport au Conseil d'EcoFin (constitué des ministres des Finances des États membres et des gouverneurs des banques centrales) sur l'avancement de l'étape deux de façon à déterminer la date de début de l'étape trois.
Inconnu	L'étape trois du plan Delors commence par la fixation irrévocable des taux de change et la mise en oeuvre d'une politique monétaire européenne unique arrêtée par le système européen des banques centrales. Les monnaies nationales seront remplacées éventuellement par une monnaie européenne unique.

Avant l'accord de Rome, les participants au débat sur le calendrier de l'UEM pouvaient être répartis en deux grands camps qui correspondaient à deux approches fondamentalement différentes de la question plus englobante de l'intégration monétaire. Les tenants de la voie rapide considèrent que l'établissement d'objectifs monétaires, de dates et de mécanismes contraignants peuvent accélérer la convergence économique entre les pays de la CE. À l'appui de leur point de vue, ils font valoir que les neuf États membres dont les monnaies participent au mécanisme de change du SME ont une performance économique supérieure à celle des trois États, à savoir le Royaume-Uni, le Portugal et la Grèce, qui n'y participent pas. L'autre camp, c'est-à-dire les partisans de la méthode lente, insistent sur la nécessité d'une plus grande convergence économique et considèrent que l'union monétaire ne saurait précéder certains changements économiques fondamentaux. On a cité l'échec du serpent dans les années 1970 pour illustrer ce qui peut se produire si les ambitions monétaires de la Communauté passent devant la convergence économique. Favorable à la méthode lente, le ministre des Finances de l'Allemagne de l'Ouest, Theo Waigel, a déclaré que «les dates sont moins importantes que les critères économiques. L'établissement de dates n'apportera pas la convergence.» L'accord de Rome semble cependant avoir donné une marge de manoeuvre suffisante quant au calendrier et à la convergence pour satisfaire les deux camps. La division pourrait toutefois réapparaître plus tard, notamment au cours des négociations sur la date de début de l'étape trois.

En dépit de son adhésion au mécanisme de change du SME en octobre, le Royaume-Uni, qui s'oppose vigoureusement à la perte de la souveraineté monétaire induite au terme des étapes deux et trois du plan Delors, s'est retrouvé une fois de plus

isolé dans le débat sur l'UEM. À Rome, Mme Thatcher a accusé ses homologues européens de perdre le sens des réalités en ce qui a trait à l'intégration monétaire et elle a fait le serment de ne jamais déposer au parlement britannique de programme de monnaie européenne unique. Avant la réunion de Rome, les représentants britanniques n'en avaient pas moins espéré faire valoir auprès des autres États membres l'intérêt d'une «approche évolutive de l'UEM» qui permettrait à chaque État membre de la CE de conserver sa monnaie nationale et de déterminer sa politique monétaire. L'essentiel de la proposition repose sur l'introduction de l'écu (l'unité monétaire européenne) en tant que monnaie «parallèle». Au cours de l'étape un du plan, l'actuel écu panier serait utilisé par les touristes et les entreprises parallèlement aux monnaies nationales. Ces écus «faibles» seraient fournis par une nouvelle institution, le Fonds monétaire européen (FME), en échange des monnaies de la CE pour éviter toute expansion inflationniste de la masse monétaire. Dans la deuxième étape, l'écu deviendrait une monnaie de plein droit et ces écus «forts» ne seraient jamais dévalués par rapport aux autres monnaies communautaires. Parallèlement, le Fonds monétaire agirait comme une autorité monétaire et pourrait assumer des fonctions comme la gestion du mécanisme de change et les interventions de change contre le dollar et le yen. Le chancelier de l'Échiquier britannique John Major a souligné que la monnaie européenne unique pourrait évoluer à partir de cette proposition, mais uniquement si les forces du marché incitaient les citoyens de la Communauté européenne à adopter l'écu fort comme monnaie unique européenne. Néanmoins, l'accord de Rome fondé sur le plan Delors arrêté pour l'UEM semble avoir porté un coup fatal aux espoirs du Royaume-Uni de voir adopter une autre approche à l'intégration monétaire européenne et les États membres semblent déterminés à aller de l'avant, avec ou sans l'appui du Royaume-Uni.

En arrêtant la date de début de l'étape trois, on s'attachera essentiellement au degré de convergence réalisé entre les douze économies de la Communauté. Si les tendances économiques actuelles se maintiennent, l'émergence d'une union monétaire européenne à «deux vitesses» pourrait être une autre possibilité. Dans le passé, le président de la Bundesbank, Karl Otto Pöhl, a suggéré qu'en cas d'absence de convergence économique entre les douze, l'UEM devrait progresser à vitesse variable. Dans ce scénario, l'Allemagne, la France et les pays du Benelux (qui ont déjà atteint un degré adéquat de convergence économique) constitueraient une union monétaire avant les autres États membres. Les autres États membres pourraient ensuite adhérer à l'Union s'ils le désirent à la date et dans les conditions économiques jugées appropriées. Le premier ministre de la Grande-Bretagne, Margaret Thatcher, et les dirigeants des pays «les plus pauvres» de la CE ont rejeté cette possibilité, la jugeant contraire à la philosophie d'ensemble de la Communauté.

Enfin, la création d'un marché intérieur et la réalisation inévitable de l'union économique et monétaire ont abouti à des demandes répétées de pourparlers sur l'union politique européenne accélérée. C'est ainsi que le Conseil européen a décidé, lors de sa réunion de juin, de convoquer une conférence intergouvernementale sur l'union politique en décembre afin de définir le cadre nécessaire à la création d'une union européenne. La conférence intergouvernementale permettra d'explorer les voies à suivre pour asseoir sur une base plus démocratique la légitimité de la Communauté (en accordant, par exemple, des responsabilités accrues au Parlement européen), augmenter l'efficience et l'efficacité de la Communauté et de ses institutions et renforcer l'image de marque internationale de la Communauté.

5. LES ASPECTS INSTITUTIONNELS DE L'UEM

Si l'on en croit le comité Delors, l'union monétaire doit comprendre trois éléments essentiels :

- la garantie d'une convertibilité totale de toutes les monnaies entre elles;
- la libéralisation complète des marchés de capitaux et la parfaite intégration des marchés financiers;
- la fixation irrévocable des parités.

Bien qu'elle ne soit pas indispensable à l'union monétaire, l'adoption d'une monnaie unique européenne a été jugée souhaitable par le Comité. Avec la fixation irrévocable des parités intracommunautaires l'adoption d'une politique monétaire européenne commune deviendra nécessaire et il convient d'établir les mécanismes monétaires qui s'imposent pour mettre en oeuvre cette politique. Le comité Delors a par conséquent proposé la création d'un système européen de banques centrales qui, à l'étape finale de l'UEM, se verrait confier les responsabilités suivantes :

- assurer la stabilité des prix;
- sous réserve du mandat susmentionné, contribuer à la mise en oeuvre de la politique économique globale de la Communauté;

- élaborer et appliquer la politique monétaire, de change et d'administration des réserves et assurer le fonctionnement du système de paiements;

- participer à la coordination de la politique de supervision des banques à charte.

Le 13 novembre, le comité des gouverneurs des banques centrales a arrêté un certain nombre de projets de statuts pour le nouveau système européen de banques centrales. De façon à assumer ses responsabilités, la banque aura accès à tous les instruments monétaires dont dispose habituellement toute banque centrale nationale. La nouvelle banque centrale aura une structure fédérale de façon à représenter la diversité des États membres de la CE et s'inspirera de l'expérience des banques centrales nationales actuelles dans la formulation et la mise en oeuvre de la politique monétaire commune de la Communauté. Cette structure fédérale ressemblera étroitement à celle des autres banques centrales fédérales comme la Banque de réserve fédérale des États-Unis et la Bundesbank. Le système européen de banques centrales sera dirigé par un conseil composé des gouverneurs des banques centrales nationales, de même que par un conseil d'administration de six membres nommés par le Conseil européen. Il incombera au conseil du système européen de banques centrales de concevoir la politique monétaire alors que le conseil d'administration sera responsable de la mise en oeuvre des décisions politiques du conseil. Les membres du conseil d'administration seront également membres du conseil. Les banques centrales nationales agiront en qualité d'agents pour la banque centrale européenne, dans la mise en oeuvre de la politique monétaire à l'échelon du marché.

Le président du système européen de banques centrales sera nommé par le Conseil européen et son mandat, non renouvelable, sera de huit ans - durée jugée nécessaire pour garantir l'indépendance politique de l'administration de la banque. Les membres du conseil d'administration seront également nommés pour une période de huit ans, mais leur mandat pourra être renouvelé à la discrétion du Conseil européen.

Aucune décision n'a été prise concernant la façon dont les responsabilités seraient partagées entre le conseil d'administration et le conseil. Si l'on en croit les projets de statuts préliminaires du système européen de banques centrales (SEBC) produits par le comité des gouverneurs des banques centrales et diffusés en septembre, les décisions de politique monétaire du conseil seront prises par vote à la majorité simple. Cette méthode de prise de décisions a soulevé un certain nombre de questions sur la constitution et la distribution régionale du conseil du SEBC. Dans sa forme actuelle, le conseil d'administration détiendrait six des six-huit sièges du conseil. Un certain nombre de commentateurs ont fait remarquer qu'accorder la préséance à un conseil essentiellement dirigé par les gouverneurs des banques centrales nationales ralentirait probablement plus le processus de décision que si l'on choisissait de donner cette prérogative à un conseil d'administration où les différences nationales seraient moins marquées. En outre, dans un certain nombre d'États membres, comme le Royaume-Uni et la France, la banque centrale nationale ne dispose que d'une mince marge de manoeuvre par rapport à la ligne arrêtée par le gouvernement pour déterminer la politique monétaire. En conséquence, accorder une plus grande influence au conseil d'administration reviendrait à limiter l'influence des politiciens nationaux sur le conseil du SEBC.

Le comité Delors a fait valoir que le SEBC doit être à la fois indépendant des instructions des gouvernements nationaux ou des représentants de la Communauté et responsable à l'égard des dirigeants politiques de la Communauté. Sur cette question, l'expérience des autres banques centrales fédérales est d'un intérêt limité. Ceci s'explique par le fait que les autres banques centrales fédérales sont moins fédérales en pratique qu'elles ne pourraient le sembler sur le plan théorique. Dans le cas des États-Unis, les douze districts de la réserve fédérale ne correspondent pas à des secteurs exerçant une souveraineté dans un domaine significatif. Ils n'ont pas de gouvernement «de district» ou de ministres des finances «de district». Dans le cas de l'Allemagne, les banques centrales régionales (Landeszentralbanken), qui constituent la Bundesbank, correspondent à des entités politiques mais, là encore, la souveraineté juridique et financière des Länder est beaucoup moins importante que ne le serait vraisemblablement celle des élséments constituants du nouveau SEBC.

Dans le cas de la banque fédérale de réserve, l'organisme décisionnel suprême, le Conseil des gouverneurs, n'a aucune représentation régionale véritable. Les banques de réserve fédérale de district ainsi que le Conseil des gouverneurs sont représentés au sein de la Commission fédérale de l'Open Market qui dirige la mise en oeuvre de la politique. Mais, même au sein de la Commission, les représentants régionaux constituent une minorité (5 sur 12). Il s'ensuit que les membres non régionaux l'emportent dans la prise de décisions au sein des deux organismes.

Dans le cas de la Bundesbank, l'organe suprême est le conseil de la banque centrale au sein duquel les onze Landzentralbanken sont toutes représentées. Les membres de la direction générale de la Bundesbank siègent également au conseil (jusqu'à 10 membres). Il est donc possible, mais improbable (même si cette situation s'est déjà produite dans le passé), que les représentants régionaux l'emportent sur les membres non régionaux dans les décisions d'orientation. La direction générale, qui est l'organe exécutif de la Bundesbank, n'a pas de représentation régionale.

Dans le cas du nouveau SEBC, il serait difficile d'établir une distinction aussi nette entre les membres représentant les intérêts régionaux (ou nationaux) et ceux qui représentent des intérêts plus vastes. C'est donc plutôt la clarté du mandat de la banque et la manière dont les nominations des membres du conseil d'administration se feront qui détermineront probablement l'indépendance véritable du SEBC.

Dès le départ, il semble que la question de l'indépendance revête une énorme importance et donne matière à litiges puisque les États membres de la Communauté ont différentes traditions en ce qui a trait aux relations entre le gouvernement et la banque centrale. Alors que la Bundesbank bénéficie d'une autonomie presque complète dans la poursuite de ses objectifs monétaires, la banque d'Angleterre et la banque de France sont dirigées essentiellement par leur ministère des Finances respectif. À la réunion de l'EcoFin de mars, la décision la plus importante fut peut-être que le nouveau SEBC dirigerait la politique monétaire indépendamment de tout contrôle politique. Toutefois, aucune décision n'a été prise à l'égard de la demande de l'Allemagne et de la Hollande voulant que les

banques centrales nationales soient également indépendantes de leur gouvernement.

En ce qui a trait aux décisions de change, il a été convenu, lors de la réunion de mars d'EcoFin, que les ministres des Finances de la CE établiront la politique, même s'il incombera au SEBC de gérer le taux de change quotidien et d'effectuer les interventions. Sur la question de la supervision des banques à charte, il semble que l'on s'accorde à considérer que, conformément au principe de la subsidiarité[6], les banques centrales nationales devraient être chargées de superviser les banques à charte. Le SEBC jouerait tout au plus le rôle de coordonnateur du processus.

En dépit du haut degré de consensus concernant les aspects institutionnels du SEBC, certaines questions demeurent non résolues. Il reste à déterminer, notamment, le montant du capital de la banque, la façon dont il devrait être réparti entre les banques centrales nationales, la façon dont le revenu du SEBC sera distribué entre les États membres et la façon dont les réserves en devises seront mises en commun. Toutefois, le comité des gouverneurs des banques centrales semble convaincu que ces difficultés pourront être aplanies au cours de la prochaine conférence intergouvernementale. La question du lieu éventuel d'implantation de la banque a été délibérément laissée à la décision des dirigeants de la CE.

---

[6] Le principe de la subsidiarité, qui est l'un des principes de base du gouvernement de la Communauté européenne, repose sur l'idée que, dans la mesure du possible, les décisions de la Communauté doivent être prises à l'échelon inférieur.

À plus long terme, le remplacement des monnaies nationales par une monnaie européenne unique - en l'occurrence l'écu - est une autre question donnant matière à controverse. Les Britanniques, par exemple, sont farouchement opposés au remplacement de la livre sterling par une quelconque nouvelle monnaie européenne et les Allemands pourraient également se montrer favorables à la conservation de monnaies nationales distinctes, mais à des taux de change irrévocablement fixes, de façon à garder le mark. La majorité des États membres de la CE penchent cependant en faveur d'une nouvelle monnaie européenne unique. L'idée d'utiliser une monnaie européenne actuelle (en d'autres mots, le mark allemand) comme monnaie unique communautaire a été écartée par la plupart des États membres pour des raisons évidentes. Le rapport Delors et les écrits subséquents rejettent la possibilité de la coexistence simultanée de plusieurs monnaies et d'une monnaie européenne commune parce qu'un tel système rendrait extrêmement difficiles le contrôle de la masse monétaire et la coordination des politiques monétaires internationales. Mais qui plus est, la coexistence de monnaies multiples réduirait les avantages micro-économiques d'une monnaie commune.

Dans le rapport Delors, le Comité indique que l'union monétaire n'implique pas nécessairement la création d'une monnaie commune. Quelle que soit la formule choisie, le coût économique majeur de la fixation des taux de change est la perte du taux de change en tant qu'instrument de politique. Si l'on maintient des monnaies nationales distinctes, les coûts de transaction applicables aux transactions de devises ne pourront être supprimés. En outre, les agents pourraient nourrir des doutes concernant l'engagement des autorités à maintenir les parités de change, ce qui restreindrait les avantages possibles

(l'élimination de l'élément des primes pour risques des taux d'intérêt nominaux, par exemple) de l'adoption d'un régime de change fixe. En d'autres termes, des taux de change irrévocablement fixés (en plus de la mobilité des capitaux) ne produiraient pas tous les avantages qu'on pourrait attendre d'une union monétaire complète, mais entraîneraient la plupart des coûts. Une monnaie unique réduirait les coûts de transaction liés aux échanges et aux investissements internationaux et concrétiserait tous les avantages découlant d'un régime de taux de change fixes.

L'une des questions pratiques qui préoccupent en particulier les entreprises est la question de savoir ce qu'il adviendra de la masse de contrats actuellement libellés en monnaie nationale. Étant donné l'écart notable dans les taux d'intérêt nominaux des différents instruments financiers d'Europe qui, à une date ultérieure quelconque, seront tous convertis en une monnaie commune, avec un taux d'intérêt unique (à peu près moyen), il pourrait en résulter des bénéfices ou des pertes exceptionnels. Toutefois, pour peu que l'on accorde un préavis et un temps de battement substantiel, il devrait être possible de surmonter les difficultés résultant de l'introduction du nouveau régime pour ce qui est des contrats établis par le secteur privé.

Comme nous l'avons mentionné ci-dessus, le rapport Delors est favorable à la réalisation de l'union monétaire en trois étapes distinctes. D'après le programme Delors, la principale caractéristique de la seconde étape serait la création d'un SEBC qui serait préliminaire à la prise en charge de la politique monétaire européenne à l'étape trois et finale de l'UEM. Si l'on en croit le comité Delors, cette seconde étape

serait nécessaire pour donner au SEBC le temps requis pour perfectionner son processus décisionnel. Au cours de cette seconde étape, la responsabilité de la politique monétaire ressortirait encore aux banques centrales nationales. Le comité Delors est cependant resté vague quant à la durée et aux aspects pratiques de cette étape de transition. Dans son rapport préliminaire à la réunion d'EcoFin en mars, le comité monétaire a exprimé le point de vue de la Commission qui désire que la seconde étape de l'union monétaire soit aussi courte que possible en raison de l'absence de crédibilité publique qu'auraient les actions d'un SEBC dépourvu de pouvoir. Au contraire, la proposition du Royaume-Uni envisage une seconde étape de longue durée. Même selon les termes de l'accord de Rome, la durée de l'étape deux n'est pas définie clairement. Avant la fin de 1996, la Commission européenne et le Conseil du SEBC présenteront un rapport au conseil d'EcoFin sur l'avancement de l'étape deux de façon à arrêter définitivement une date de début pour l'étape trois. Comme nous l'avons mentionné, la décision s'appuiera essentiellement sur le degré de convergence économique atteint par les douze économies de la Communauté.

La recommandation du rapport Delors qui juge indispensable l'établissement de règles contraignantes pour les politiques budgétaires à l'étape finale de l'union monétaire n'est pas sans susciter des préoccupations. De telles règles apparaissent nécessaires pour que la politique monétaire commune puisse effectivement maintenir la stabilité des prix au sein de la CE, d'autant plus que les États membres ont des dossiers très différents en matière de discipline budgétaire. Le manque de discipline budgétaire pourrait menacer la stabilité des prix au sein de la Communauté en augmentant les pressions exercées sur le SEBC pour l'inciter à assouplir ses politiques monétaires. Par

exemple, les hauts niveaux de dette publique nominale pourraient pousser le SEBC à renier ses engagements relativement à la stabilité des prix en instaurant une taxe d'inflation «surprise». Même si ce cas extrême ne risque guère de se produire, l'acceptation soutenue d'une inflation plus élevée qu'il n'est nécessaire suscite des préoccupations légitimes. En réduisant la valeur réelle des engagements nominaux des gouvernements membres, le SEBC renflouerait implicitement le secteur public. En outre, des taux d'intérêt élevés associés à d'importants déficits budgétaires pourraient inciter le SEBC à relâcher la politique monétaire de façon à protéger les secteurs sensibles (comme l'industrie de la construction) contre les pressions d'éviction induites par les politiques budgétaires expansionnistes. Il a été avancé que des règles fiscales s'imposent pour empêcher la possibilité d'une accumulation excessive de la dette publique par un membre quelconque de l'UEM qui pourrait contraindre les autres États membres à le renflouer.

Le comité Delors (composé essentiellement des directeurs des banques centrales européennes) a avancé trois arguments faisant valoir la nécessité de règles budgétaires :

1) L'UEM pourrait favoriser le laxisme fiscal.

   - Sans la discipline du marché des changes, une monnaie unique implique que les États membres de la Communauté pourraient emprunter de manière excessive sans craindre une dévaluation de la monnaie.

2) Les importants déficits budgétaires pourraient saper la crédibilité des taux de change fixes.

- Si les ratios dette-revenu de certains États membres cessaient d'être alignés sur ceux des autres États membres, la fixité des taux de change pourrait être menacée au moment où l'on essaierait d'établir la crédibilité de l'UEM. Les importants déficits budgétaires pourraient imposer des déséconomies externes aux autres États membres et entraîner en conséquence l'éviction de certains investissements privés.

3) Le budget central de la CE est modeste.

- Dans la plupart des grands États fédéraux, le budget fédéral équivaut à quelque 20 à 30 p. 100 du PIB, et fournit un ample effet multiplicateur qui permet de renforcer la position budgétaire globale de la fédération. Comme le budget de la CE se situe aux alentours de 1 p. 100 du PIB global des États membres, il s'ensuit forcément que l'influence exercée sur la position budgétaire globale ne peut provenir que de décisions portant sur les budgets nationaux. Ajoutée à la nécessité d'un cadre de coordination de la politique fiscale et monétaire, la décentralisation de l'autorité fiscale pourrait limiter par ailleurs la capacité de la banque centrale européenne à poursuivre une politique de stabilité des prix.

Le Canada et les États-Unis sont souvent cités comme exemples car ils constituent des systèmes fédéraux qui n'imposent pas de règles budgétaires aux provinces ou aux États. Tablant sur cette expérience, ceux qui s'opposent à l'idée de règles fiscales signalent que les politiques budgétaires jouent un rôle

important dans la prestation de biens publics et dans la stabilisation de l'économie en cas de perturbations macro-économiques. En outre, les marchés financiers devraient appliquer une discipline budgétaire en haussant les frais d'emprunt et en instaurant des cotes de crédit sélectives à l'intention des États membres fortement endettés. Ces restrictions implicites du crédit ne sauraient toutefois avoir d'effet que si les marchés financiers craignent que les gouvernements nationaux futurs ou les gouvernements étrangers (au titre du renflouement) refusent d'honorer les obligations de la dette. C'est pourquoi de nombreux observateurs et décideurs ont déclaré que l'engagement à ne pas renflouer (que ce soit par des accommodements monétaires ou par des transferts fiscaux directs) réglerait nombre de préoccupations des tenants des règles fiscales[7]. D'autres analystes avancent qu'aussi longtemps que le SEBC dispose d'une indépendance suffisante lui permettant de s'acquitter de son principal mandat, qui est d'assurer la stabilité des prix, l'effet négatif de l'emprunt public à l'échelon national sur la crédibilité de l'engagement anti-inflationniste du SEBC s'en trouvera atténué.

Sur le plan politique, la mobilité restreinte des facteurs en Europe (jointe à la rigidité des prix et des salaires) implique que la perte de l'instrument d'intervention que constitue le taux de change intracommunautaire pourrait nécessiter l'introduction d'une certaine souplesse en matière de

---

[7] Toutefois, avec la suppression du risque de change, l'UEM inciterait vraisemblablement les résidents de la Communauté à détenir des instruments financiers émis par les gouvernements des autres États membres. L'accroissement des risques auxquels seraient exposés leurs résidents pourrait augmenter les pressions sur les gouvernements de la Communauté en vue d'un renflouement, quels que soient les engagements pris à l'égard de cette solution.

politique budgétaire pour contrer les chocs macro-économiques. La fixation de plafonds de déficit empêchant les pays d'emprunter dans des circonstances défavorables limiterait également l'utilisation d'un autre instrument d'intervention pour atténuer les chocs économiques. En d'autres termes, la flexibilité budgétaire au niveau national peut constituer un substitut indispensable à un système de transferts fiscaux automatiques à l'échelle de la Communauté.

Un rapport récent du comité monétaire reconnaît la nécessité d'une certaine forme de règles budgétaires et propose que les États membres rebelles se voient refuser des paiements provenant des fonds de la Communauté ou soient traduits devant la Cour européenne de justice. Par ailleurs, le comité des gouverneurs des banques centrales a décidé que la nouvelle banque centrale européenne n'aurait pas recours au financement monétaire des déficits budgétaires. La Commission européenne a déposé un document qui s'écarte des règles fiscales contraignantes, et favorise plutôt un système de procédures contraignantes où les États membres établiraient leur propre budget, mais le présenteraient au Conseil des ministres pour approbation. Le Conseil des ministres recommanderait des changements de politique à tout pays dont la dette serait jugée excessive. On espère que la mauvaise publicité entourant ces recommandations contraindrait les États membres égarés à rentrer dans le rang. Alors que l'Allemagne et les Pays-Bas, qui craignent de devoir renflouer les États membres du sud lourdement endettés, se prononcent en faveur de règles fiscales explicites, la France et le Royaume-Uni semblent les juger non nécessaires et ont avancé l'idée qu'elles iraient contre le principe de la subsidiarité.

6. L'INCIDENCE DE L'UEM

Il convient d'évaluer l'incidence de l'UEM pour l'Europe et le reste du monde tant sur le plan économique que sur le plan et politique.

a) Conséquences économiques

L'union économique et monétaire aura des répercussions non négligeables sur la politique économique des États membres de la CE et pourra présenter également certains avantages économiques directs pour les participants. Il est toutefois encore trop tôt pour évaluer l'ampleur des répercussions économiques analysées dans le présent document. Les propositions elles-mêmes ne sont pas concrètes et l'on constate par ailleurs des désaccords substantiels dans les ouvrages spécialisés concernant l'importance empirique des facteurs analysés ci-dessous. Nous devons donc nous limiter pour l'instant à exposer nos idées sur les grands axes d'influence possibles de l'UEM sur l'activité économique réelle et le bien-être social.

Le cadre théorique original de l'analyse des implications politiques de l'union monétaire est issu de la théorie des «zones monétaires optimales» développée, entre autres, par Robert Mundell[8]. Mundell définit l'optimalité comme «représentant la capacité à stabiliser les niveaux d'emploi et de prix nationaux». L'avantage d'une monnaie commune, défini par Mundell et d'autres auteurs par la suite, est qu'un moyen commun

---

[8] Les références classiques sont Robert Mundell (1961), «A Theory of Optimum Currency Areas», American Economic Review, 51, p. 657-665 et Ronald McKinnon (1963), «Optimum Currency Areas», American Economic Review, 53, p. 717-25.

d'échange entre les pays diminue les coûts de transaction, facilite la mise en commun des risques, stimule les échanges et favorise la spécialisation. Les coûts d'une monnaie commune se traduisent en termes de chômage ou d'inflation si les chocs spécifiques à un pays donné ne sont pas compensés par la mobilité des facteurs de production.

Mundell définit une zone monétaire optimale comme une région caractérisée par une extrême mobilité des facteurs endogènes et une faible mobilité des facteurs exogènes. Il n'est pas évident que la Communauté européenne réponde actuellement à ces critères. La flexibilité réelle des salaires est considérée comme étant assez faible en Europe par rapport à l'Amérique du Nord[9] et, bien qu'en principe la main-d'oeuvre soit tout à fait mobile au sein de la Communauté, les données sur les migrations portent à croire que les mouvements des travailleurs entre les États membres sont relativement modestes. De même, si les derniers contrôles sur les mouvements de capitaux ont été supprimés le 1er juillet 1990 dans la majorité des États membres, certaines restrictions n'en demeurent pas moins en vigueur en Espagne et en Irlande, et au Portugal et en Grèce jusqu'à la fin de 1992 et 1995, respectivement. Néanmoins, la création du marché européen unique lèvera nombre des obstacles qui limitent encore actuellement la mobilité des facteurs au sein de la Communauté.

---

[9] Voir Michael Bruno et Jeffrey Sachs (1985), Economics of Worldwide Stagflation, Harvard University Press, Cambridge (Mass.).

Peter Kenen[10] a ajouté un régime fiscal intégré au niveau régional à la série de critères applicables à une zone monétaire optimale. Dans certaines unions monétaires, comme les États-Unis et le Canada, les perturbations réelles sont en partie atténuées par le système fiscal fédéral. Dans ce cas, les transferts fiscaux automatiques à la région touchée peuvent compenser les effets du chômage susceptibles de frapper certaines régions à la suite de chocs régionaux et d'une mobilité imparfaite des facteurs. Même si la Communauté exploite actuellement un système d'aide régionale («fonds structurels») financé par les contributions des États membres et fondé sur leur niveau de vie relatif, il n'existe pour l'instant, à toutes fins pratiques, aucun régime fiscal automatique de ce genre à l'échelon communautaire.

D'autres études, un peu plus récentes, ont ajouté des critères plus «subjectifs» pour la constitution d'une zone monétaire. Leur approche est plutôt centrée sur le caractère commun des objectifs et sur la similitude des attitudes politiques des participants. Par exemple, des pays ayant des objectifs analogues en ce qui a trait à l'équilibre inflation-emploi pourraient, d'après cette série de critères, constituer une zone monétaire optimale fructueuse. Bien que le succès reconnu du SME puisse donner à penser que les États membres de la CE sont d'accord sur l'importance de maintenir la stabilité des prix, les taux d'inflation nationale dans la Communauté européenne élargie diffèrent sensiblement. En outre, il a été avancé que les défenseurs enthousiastes de l'UEM, tels la France

---

[10] Voir Peter Kenen, (1969) «The Theory of Optimum Currency Areas: An Eclectic View», dans Mundell, R.A. et A.K. Swoboda, éd., Monetary Problems of the International Economy, University of Chicago Press, Chicago.

et l'Italie, voient dans la création d'une banque centrale européenne commune le moyen de regagner l'influence sur la politique monétaire qu'ils ont perdue lors de leur adhésion au SME et d'atténuer légèrement l'influence anti-inflationniste de la Bundesbank dans la politique monétaire européenne. Cependant, comme la France et l'Italie n'ont cessé d'insister fermement sur l'idée que la stabilité soutenue des prix était le principal objectif du SEBC, on peut s'interroger sur le caractère plausible de cette théorie.

De quelle manière l'adoption d'une monnaie commune affectera-t-elle une région qui ne remplit pas les conditions jugées indispensables à une zone monétaire optimale? Prenons comme hypothèse une union monétaire européenne avec une monnaie unique et des taux de change flexibles vis-à-vis du reste du monde. Dans le modèle keynésien simple de Mundell, avec une rigidité des prix nominaux, des salaires à la baisse et une mobilité de la main-d'oeuvre loin d'être parfaite entre les pays, une augmentation de la demande étrangère de produits de l'un des États membres pourrait induire une appréciation de la monnaie et, en conséquence, une perte de concurrence et un accroissement du chômage dans les autres pays. La conduite de la politique monétaire est complexe étant donné qu'un assouplissement en vue d'aider les pays les plus faibles pourrait exacerber les pressions inflationnistes dans les pays forts.

L'adoption d'une monnaie unique implique l'adoption d'une politique monétaire monolithique dans toute la zone monétaire. En termes pratiques, ceci signifie qu'un même taux d'intérêt serait en vigueur dans la zone et que les taux de change n'existeraient plus pour faciliter l'ajustement à des chocs économiques spécifiques à un pays donné. La suppression de

la flexibilité du change implique la perte d'un mécanisme d'équilibrage et, à court terme (dans l'hypothèse de la rigidité des prix et des salaires), l'ajustement national ou régional aux chocs devrait se faire par un ajustement quantitatif de l'activité économique. À long terme, les prix seraient ajustés de façon à ce que le taux de change réel atteigne son niveau approprié.

Au sein de la CE, les disparités entre les États membres sont parfois moins importantes que les disparités à l'intérieur des pays. Les disparités régionales susmentionnées pourraient mener à un accroissement des demandes de soutien financier régional. Jusqu'à un certain point, ce processus a déjà été amorcé. Craignant d'avoir à supporter des baisses de salaire et un chômage substantiel une fois qu'ils ne pourraient plus avoir recours à la dévaluation de leur monnaie pour reconquérir leur compétitivité, les États membres les plus pauvres de la CE ont proposé que l'UEM soit accompagnée d'une augmentation importante des fonds structurels de la Communauté et ont fait comprendre que l'augmentation de l'aide serait pour eux la condition de leur acceptation de l'UEM. La Communauté a déjà proposé d'accroître son soutien financier aux régions les moins prospères et l'aide régionale de la Communauté doublera d'ici 1992 pour passer de 7 milliards à 14 milliards d'écus. Actuellement, l'aide totale de la Communauté, y compris les subventions agricoles, représente respectivement 5,1, 5,9 et 2,3 p. 100 des PNB de la Grèce, de l'Irlande et du Portugal. Toutefois, à leur réunion de mars, les ministres des Finances de la CE ont convenu que l'UEM n'entraînerait pas l'octroi de fonds régionaux supplémentaires. Néanmoins, le régime d'aide régionale doit être révisé avant la fin de 1992 et cette révision pourrait aboutir à une certaine augmentation du financement compensatoire.

Sensible à l'accroissement du malaise, le président de la Commission européenne, Jacques Delors, a récemment proposé la création d'un fonds temporaire spécial qui permettrait d'accorder des prêts à court terme aux États membres ayant des difficultés à s'ajuster à l'UEM.

L'expérience canadienne nous donne une certaine idée du dilemme. Premièrement, les subventions régionales ont un effet désincitatif sur la mobilité interrégionale et ne font qu'aggraver le problème qu'elles visent à résoudre. Deuxièmement, l'expérience nous porte à croire que les gouvernements ne sont pas particulièrement efficaces dans l'attribution des soutiens financiers. La Communauté européenne risque de consacrer d'importantes ressources à la résolution de problèmes régionaux sans résultat concret. En outre, une fois qu'elle a été prolongée, l'aide temporaire devient généralement une aide permanente. Au lieu d'accroître l'aide financière, il serait plus judicieux d'affecter les ressources à l'élaboration de mesures concrètes visant à accroître la mobilité de la main-d'oeuvre.

Si la Communauté européenne n'est pas une zone monétaire optimale, telle qu'on le trouve définie dans les ouvrages d'économie, quels sont les motifs économiques qui incitent les pays membres à s'efforcer de réaliser l'UEM? Les États membres participants peuvent espérer retirer des avantages de deux sources : premièrement, il y aura un abaissement des coûts si les importateurs et les exportateurs n'ont plus à assumer de coûts de transaction sur les opérations de change intracommunautaires. De même, les résultats des enquêtes semblent indiquer que les décisions d'investissement au sein de la Communauté devraient se trouver considérablement simplifiées

avec l'adoption d'une monnaie européenne unique, même si ces coûts de transaction sont actuellement minimes. Par exemple, l'écart interbanques entre le cours acheteur et le cours vendeur dans les opérations portant sur les principales monnaies du SME est généralement de l'ordre de 0,05 p. 100 à 0,1 p. 100 du cours officiel et les grands clients commerciaux peuvent espérer obtenir des conditions très proches des cours interbanques. Les petits clients commerciaux et les particuliers paient des frais de transaction nettement plus importants mais, même dans ce cas, il est difficile d'évaluer dans quelle mesure la suppression de ces coûts avec l'UEM permettra de réaliser des gains d'efficience très importants au niveau macro-économique.

Dans les pays du SME, les coûts des taux de change irrévocablement fixés (du fait de la perte des taux de change comme instrument d'intervention) ont déjà, dans une certaine mesure, été engagés alors que les avantages d'une monnaie unique sont loin d'être réalisés. Thygsen et Gros[11] estiment que les économies directes en coûts de transaction découlant de la fixation irrévocable des taux intracommunautaires devraient être modestes, de l'ordre de ¼ à ½ de 1 p. 100 du PIB total de la Communauté (de 10 à 20 milliards d'écus). Toutefois, l'existence de monnaies nationales peut induire d'importants frais indirects sous forme d'écarts des prix pratiqués par les entreprises entre les marchés nationaux. Globalement, ils indiquent que les gains de bien-être découlant de l'introduction d'une monnaie européenne commune pourraient atteindre 2 p. 100 du PIB total de la

---

[11] Voir Niels Thygsen et Daniel Gros, «Concrete Steps Toward Monetary Union», document rédigé pour la CEPS Sixth Annual Conference (1989).

Communauté (80 milliards d'écus). Ernst et Young[12] ajoutent que la Commission européenne a «estimé que les économies d'échelle réalisées strictement au titre de la réduction des frais de gestion des multiples monnaies sont de l'ordre de 15 milliards d'écus pour les échanges intracommunautaires». D'autres gains d'efficience indirects pourraient découler de l'élimination de la nécessité de surveiller les taux de change ou de tenir compte du risque associé aux positions ouvertes ainsi que les économies d'inventaire découlant de la détention d'une seule monnaie.

Une monnaie européenne unique pourrait également être largement utilisée comme monnaie de réserve internationale et favoriser ainsi l'évolution du système monétaire international vers un système à multiples monnaies. Les réserves internationales peuvent servir de soldes de règlement pour les échanges et les flux de capitaux internationaux, de stock régulateur pour le lissage des importations et de liquidités pour la gestion du taux de change. En 1988, le dollar américain représentait à peu près 60 p. 100 des réserves officielles en devises détenues par tous les pays contre 6 p. 100 pour le mark allemand[13]. L'utilisation internationale d'une monnaie unique de réserve peut induire des gains d'efficience en limitant les coûts de transaction, d'information et de calcul et en permettant l'instauration d'un marché plus vaste (en particulier pour les

---

[12] Voir Ersnt et Young et le National Institute of Economic and Social Research, A Strategy for the Ecu, Londres (R.-U.), Kagan Page Ltd., (1990) et la Commission des communautés européennes (octobre 1990), Marché unique, monnaie unique : Une évaluation des avantages et des coûts potentiels de la formation d'une union économique et monétaire, n° 44.

[13] Voir George Alogoskoufis et Richard Portes, «International Costs and Benefits from EMU», Centre for Economic Policy Research, document d'étude n° 424, juin 1990.

transactions de capitaux et de devises). Toutefois, avec une monnaie unique de réserve, des problèmes peuvent survenir relativement à l'offre et au seigneuriage. Un régime de réserve comportant de multiples devises présente également l'avantage que les «monnaies concurrentes» devraient avoir tendance à limiter l'inflation inhérente à un régime de réserve à monnaie unique. En outre, un régime à multiples devises donne une meilleure idée de la répartition du pouvoir économique mondial et pourrait, dans le contexte actuel, favoriser un meilleur fonctionnement du système monétaire international si le dollar américain devait tomber en disgrâce.

Les études réalisées sur les réserves officielles actuelles donnent à penser qu'un certain nombre de facteurs déterminent leur composition par monnaie, notamment le type de régime de change, la stabilité monétaire, la prospérité et la vulnérabilité externe. Les monnaies choisies comme monnaies de réserve occupent, de façon générale, une position forte dans les échanges et les finances internationaux et le pays émetteur a la réputation de conduire une politique monétaire prudente. D'après ces critères, une monnaie européenne unique présenterait probablement bien des attraits comme monnaie de réserve officielle.

Toutefois, l'utilisation accrue de l'écu ne se fera pas du jour au lendemain et le marché financier international pourrait être en proie à une instabilité accrue au moment où la nouvelle banque centrale européenne essaiera d'établir sa propre crédibilité. L'élément déterminant qui incite les investisseurs internationaux (y compris les banques centrales) à détenir une monnaie véhicule (de réserve) est le caractère prévisible des autorités émettrices. La Bundesbank, par exemple, a été

extrêmement prévisible dans ses transactions monétaires, ce qui réduisait les risques de libeller les transactions internationales en marks allemands. La banque centrale européenne devrait donc atteindre ce degré de crédibilité et, en ce sens, la conception de l'institution est d'une importance cruciale. Jusqu'à ce que les investisseurs puissent se fier à la réputation de l'institution, ils pourraient préférer le connu à l'inconnu et se tourner de plus en plus vers le dollar américain. Une telle attitude favoriserait l'instabilité des marchés financiers car l'impact macro-économique à court terme irait à l'encontre des effets micro-économiques à long terme.

Le changement possible (même lent) de la composition monétaire des transactions internationales pourrait aboutir à une pléthore de dollars et avoir des répercussions sur la politique monétaire américaine et européenne. Pour éliminer cette surabondance, la réserve fédérale américaine serait contrainte d'imaginer un mécanisme quelconque de ralentissement de la croissance monétaire alors que la banque centrale européenne naissante serait contrainte de permettre une croissance monétaire un peu plus rapide qu'elle ne l'aurait voulu. En pratique, toutefois, il serait extrêmement difficile de déterminer les taux appropriés de croissance monétaire. Ce qui est sûr, c'est que les marchés financiers pourraient connaître une instabilité un peu plus marquée au cours de la période de transition vers le nouveau régime monétaire international. Les actifs libellés en écus pourraient également devenir un substitut attrayant aux actifs en dollars américains dans les portefeuilles d'investissements internationaux si l'écu en venait à être considéré comme une réserve de valeur. Dans la mesure où l'économie américaine repose sur le financement étranger, cet abandon des actifs libellés en dollars pourrait induire une

hausse des taux d'intérêt réels américains et avoir des conséquences réelles sur les décisions d'épargne et d'investissement des Américains.

La seconde source éventuelle d'avantages économiques découlant de l'UEM est la réduction des incertitudes de change. Une grande partie du débat entourant l'UEM s'inscrit dans le débat plus vaste des coûts et des avantages des régimes de taux de change flexibles ou fixes. Les partisans du régime de taux de change fixes affirment, entre autres, que les incertitudes de change réduisent les courants commerciaux et les apports de capitaux internationaux et ont donc une incidence négative sur le bien-être global. Cependant, les données économiques susceptibles de nous convaincre de l'incidence des taux de change sur les échanges internationaux prêtent à interprétation, c'est le moins qu'on puisse dire, et on est loin de l'unanimité sur la question de savoir si les taux flottants ont eu d'importants effets nocifs sur le volume des échanges internationaux. En fait, les courants d'échange mondiaux ont connu une croissance plus rapide que la production au cours de la période de taux flottants. Quant aux données empiriques sur les répercussions négatives des incertitudes de change sur l'investissement étranger direct, elles sont tout aussi ambiguës.

Le système monétaire européen actuel nous offre un cas d'espèce intéressant. Avant la création du SME en 1979, les décideurs européens étaient persuadés que les incertitudes de change à l'intérieur de l'Europe nuisaient au commerce et aux investissements en Europe. Le SME fut donc créé pour constituer une «zone de stabilité relative des taux de change» propre à favoriser une croissance plus ferme et les échanges en Europe. Si l'on en croit la plupart des analystes, le SME a réussi à

réduire la variabilité des taux de change à l'intérieur même du système. Mais, en dépit du déclin marqué de la variabilité des taux de change, la croissance annuelle des échanges commerciaux à l'intérieur du SME a enregistré une baisse, passant d'une croissance moyenne de 4,4 % au cours de la période de 1973 à 1978 à 2,7 % au cours de la période de 1979 à 1985, alors que la croissance réelle de la production dans les pays du SME passait d'une moyenne annuelle de 3,2 % à 1,8 % au cours des deux périodes. De même, au cours de la période qui a suivi l'adoption du SME, alors que les exportations des pays du SME à destination des autres pays du monde industriel augmentaient de 7,1 % et que les exportations entre les pays non membres du SME connaissaient une hausse de 6,1 %, les exportations à l'intérieur du SME n'ont augmenté que de 2,8 % seulement[14]. Dans les pays industriels non membres du SME, cependant, la croissance réelle de la production a été en moyenne de 2,5 % pendant la période de 1979 à 1985.

DeGrauwe et Verfaille attribuent en grande partie ce résultat quelque peu surprenant au ralentissement observé dans la croissance réelle du PIB des pays du SME, qui a été plus important et de plus longue durée que dans le reste du monde industrialissé au cours de la période de référence. Des données commerciales plus récentes vont dans le sens de cette hypothèse étant donné que par rapport aux échanges totaux de la Communauté, les échanges intracommunautaires, induits par la lente expansion économique de l'Europe, sont passés de 55 % en 1985 à 59 % en 1989. En outre, l'analyse de régression entreprise par DeGrauwe et Verfaille illustre que dans un régime de taux de change

---

[14] Voir Paul de Grauwe et Guy Verfaille, (1988) «Exchange Rate Variability, Misalignment, and the European Monetary System» dans Misalignment of Exchange Rate: Effects on Trade and Industry, éd. Richard C. Marston, Chicago, University of Chicago Press, p. 77-103.

différents (plus variables), le commerce à l'intérieur du SME aurait été plus languissant encore qu'on ne l'a observé au cours de la période de 1979 à 1985. En d'autres termes, l'effet négatif du ralentissement de la croissance européenne l'a emporté sur l'effet positif de la stabilité des taux de change au sein du SME.

Quoi qu'il en soit, la suppression complète du risque de change qui accompagnerait l'UEM aurait un effet minime par rapport à l'abaissement du risque qui a résulté de la constitution du SME. Là encore, par conséquent, l'UEM ne nous semble présenter que des avantages économiques modestes. Néanmoins, en réponse à un sondage d'opinion entrepris par Ernst et Young, plus de 50 % des entreprises interrogées ont jugé qu'une monnaie européenne aurait des effets positifs sur leurs stratégies d'exportation, d'approvisionnement, de marketing et de distribution.

Il n'en est pas moins important d'établir une distinction entre les gains d'efficience statiques et dynamiques. Bien que les gains directs, ou gains d'efficience statiques liés à l'adoption d'une politique monétaire commune et d'une monnaie européenne commune et acquis définitivement puissent être modestes, la combinaison du programme de réalisation du marché intérieur et de l'UEM pourrait conduire à d'importants gains dynamiques et, notamment, favoriser un taux de croissance économique soutenable plus élevé. Par exemple, des estimations provisoires présentés par la Commission européenne montrent que «une réduction de 0,5 point de la prime de risque pourrait accroître notablement le revenu de la Communauté, peut-être

jusqu'à 7 % à long terme»[15]. En outre, à mesure que la mobilité des facteurs s'améliore et que l'intégration économique s'accentue, les coûts associés à l'UEM diminueront alors que les avantages seront optimalisés.

L'UEM pourrait également avoir certaines conséquences (à part les contraintes évidentes inhérentes à des règles fiscales contraignantes) sur la politique fiscale des États membres de la CE. À court terme, la convergence monétaire implique une importante désinflation des pays dont le taux d'inflation est élevé. Cette situation affectera les budgets des États de deux façons : la contraction de la masse monétaire réduirait la portion du déficit budgétaire qui peut être financée par l'impression de monnaie tandis que l'augmentation des taux d'intérêt réels et la chute de la production alliée à la désinflation conduirait à une plus grande accumulation de la dette. La perte des recettes de seigneuriage national pourrait être importante dans certains États membres de la CE. Les pays de l'Europe méridionale tirent de 5 à 10 % de leurs recettes du seigneuriage tandis que les pays de l'Europe septentrionale en tirent beaucoup moins de recettes. Cette différence dans les structures fiscales témoigne surtout de la capacité (p. ex., au titre des coûts de perception) de taxer certaines activités. Les recettes globales du seigneuriage au sein de la Communauté dépendraient de la demande relative à la nouvelle monnaie européenne en tant que monnaie véhiculaire et de réserve. Thygsen et Gros estiment que les recettes de seigneuriage seraient modestes et s'élèveraient à un gain définitif de 10

---

[15] Commission des communautés européennes, Marché unique, monnaie unique : Une évaluation des avantages et des coûts potentiels de la création d'une union économique et monétaire, n° 44, octobre 1990, p. 63.

milliards d'écus. Si l'on autorisait les États membres méridionaux à accaparer la plus grande partie de ces recettes globales de seigneuriage, on leur éviterait la perte des recettes de seigneuriage national, mais cette décision encouragerait des modes de taxation inefficaces en favorisant des pays où les inefficacités en matière de perception fiscale rendent actuellement les recettes de seigneuriage relativement attirantes.

En dépit des implications fiscales négatives possibles à long terme, il est vraisemblable qu'à plus long terme les coûts d'emprunt pour les gouvernements ayant d'importants besoins d'emprunt chuteront (à mesure que l'inflation sera réduite et que les primes pour risque de change seront supprimées), pour peu que les marchés financiers soient convaincus que la dette sera remboursée par les futurs gouvernements nationaux ou, le cas échéant, par le renflouement d'un État membre (en dépit de l'engagement explicite de ne pas renflouer). Ces épargnes fiscales devraient nettement compenser les pertes de recettes de seigneuriage subies par certains États membres et améliorer de façon notable la position fiscale d'un certain nombre d'États membres (en particulier méridionaux) où le coût du service de la dette représente une proportion substantielle des dépenses publiques. Un abaissement des taux d'intérêt nominaux pourrait également stimuler l'investissement public et privé, et donner ainsi aux États membres moins développés la possibilité d'entreprendre les investissements en biens d'équipement et en infrastructures nécessaires pour exploiter pleinement les avantages du marché unique européen.

En conclusion, les répercussions économiques de l'UEM sur la Communauté devraient être canalisées suivant deux grands

axes. L'adoption d'une monnaie commune devrait réduire les incertitudes de change et les coûts de transaction et avoir par conséquent des effets bénéfiques sur le niveau de revenu et de bien-être. Si le SEBC s'acquitte de sa mission de maintien de la stabilité des prix et de la discipline fiscale (quels que soient les moyens choisis), des gains économiques devraient également découler de la poursuite de politiques monétaires et fiscales plus appropriées et de l'augmentation de la stabilité macro-économique qu'elles induiraient (en réduisant l'inflation et en atténuant la variabilité des niveaux de production et d'emploi). Ces gains sont toutefois réduits par les coûts potentiels d'un ajustement plus difficile aux chocs économiques. Toutefois, à long terme, la réalisation de l'UEM d'une part et du programme du marché intérieur d'autre part devrait faciliter les ajustements aux chocs économiques à mesure que la mobilité des facteurs et le degré d'intégration économique s'amélioreront. L'une des difficultés inhérentes à l'évaluation des mérites globaux de l'UEM a trait au fait que ces coûts sont étroitement liés à la concrétisation, au type et à l'envergure des chocs économiques qui risquent d'ébranler la Communauté européenne dans l'avenir et au degré de crédibilité des accords politiques qui entreront en jeu.

b) Répercussions politiques

Si notre première impression est exacte, à savoir que l'UEM présentera des avantages statiques modestes, mais peut conduire éventuellement à d'importants gains dynamiques, dans ce cas l'enthousiasme évident pour l'UEM au sein de la Communauté découle probablement de la conviction qu'à plus long terme (même si l'incertitude demeure), les avantages de l'union monétaire l'emporteront sur les risques à court terme. Des explications

différentes, plus politiques, ont également été avancées. C'est ainsi que certains observateurs ont affirmé que les États membres les plus ambitieux voient dans l'UEM le moyen de regagner l'influence sur la politique monétaire qu'ils ont perdue en adhérant au SME. Actuellement, les pays du SME ne disposent guère de marge d'intervention dans la politique monétaire à cause des contraintes imposées par le système en général et la Bundesbank en particulier. Toutefois, à l'étape trois de l'UEM, chaque participant disposera d'un siège au sein du conseil du SEBC et d'une voix nouvelle pour s'exprimer dans la conduite de la politique monétaire européenne.

Pour résumer, disons que l'UEM est considérée dans certains milieux comme un prétexte pour une plus grande intégration politique. En tant que telle, l'UEM est un puissant symbole, non seulement du désir de liens politiques plus étroits, mais également de la réussite de la CE dans la réalisation de cet objectif. Mais confondre les désirs politiques avec les réalités économiques n'est pas sans risque. Une fois le processus enclenché, il est possible que les difficultés économiques qui apparaîtront dans la réalisation d'une union monétaire dans une région qui n'est pas de toute évidence une zone monétaire optimale, fassent naître un sentiment d'insatisfaction à l'égard des institutions d'une Europe politiquement unifiée.

La conférence intergouvernementale de décembre, présidée par l'Italie, se verra confier la tâche d'élaborer un calendrier institutionnel ferme pour l'UEM. En dépit des gains économiques relativement modestes attendus de l'UEM, la progression vers une plus grande intégration économique et politique aura des répercussions notables sur les travaux de la Communauté elle-même et sur ses relations avec le reste du monde.

Dès le départ, l'UEM contribuera à mieux sensibiliser les populations à l'intégration européenne. L'existence d'une banque centrale supranationale en Europe représenterait un énorme pas en avant qui modifierait le rôle joué par la Communauté et ses institutions et l'utilisation d'une monnaie unique serait un signe tangible indiquant que la CE est en train de devenir véritablement une entité unique. En raison du processus d'unification de l'Allemagne, la population européenne aura une perception plus nette du lien entre l'union monétaire et politique.

En outre, l'UEM, alliée à Europe 1992, donnera un nouvel élan aux réformes institutionnelles et, éventuellement, structurelles, au sein de la Communauté. La création d'une banque centrale européenne nécessitera des changements au Traité de Rome. Une fois que la décision d'apporter des changements au Traité aura été arrêtée et le processus amorcé, les changements ultérieurs risquent d'être connus. Cette possibilité ne saurait être niée. Ces changements incluront vraisemblablement la redéfinition des rôles du Conseil européen, du Parlement ou de la Commission. De plus, à mesure que l'aire de responsabilité de la Communauté s'accroît, les États membres seront enclins à accorder une plus grande attention à l'efficacité véritable des institutions de la CE. Cette mobilisation de l'attention publique devrait susciter un nouvel intérêt pour les réformes institutionnelles et structurelles au sein de la CE. Les modifications touchant les institutions de la Communauté seront analysées en même temps que l'union politique à l'occasion de la conférence intergouvernementale de décembre.

L'UEM nécessitera l'acceptation de certaines contraintes en matière de politique fiscale soit sous forme de

règles explicites, de pression morale ou de réalités économiques (peut-être par l'intermédiaire de taux d'intérêt plus élevés correspondant à des degrés différents de cotes de crédit). Les États membres, privés de la possibilité d'adopter des politiques distinctes en matière de taux d'intérêt et de taux de change, auront besoin de conclure des arrangements politiques explicites pour faire converger des buts divergents (et des conditions économiques différentes) relativement aux politiques régionales, structurelles, anticycliques ou sociales. Face à ces demandes divergentes, la machine politique de la Communauté devra s'adapter et réagir pour éviter que l'UEM n'échoue.

La structure et, éventuellement, l'équilibre des pouvoirs relativement à la détermination de la politique monétaire au sein de la Communauté, changeront également avec l'UEM. Alors que dans l'actuel SME, la Bundesbank est l'autorité monétaire dirigeante, avec l'instauration de l'UEM, les décisions en matière de politique monétaire ne seront plus une prérogative de l'Allemagne, mais deviendront une affaire communautaire. La possibilité qu'une future banque centrale européenne possède moins d'autonomie politique que la Bundesbank (qui constitue un cas extrême puisqu'elle ressortit à un seul pays avec un vote unique) est extrêmement vraisemblable. En outre, l'impossibilité d'en arriver à un consensus sur le calendrier d'instauration de l'UEM pourrait aboutir à la création d'une Europe à deux vitesses, ce qui modifierait sérieusement la nature et l'avenir de la Communauté.

La réussite et la rapidité de l'intégration économique au sein de la Communauté pourraient avoir également des incidences substantielles sur les démocraties naissantes d'Europe orientale. La crainte d'être laissées pour compte ou d'être

exclues de la zone de prospérité occidentale pourrait entraîner une accélération des réformes économiques et politiques dans la région. Ces réformes pourraient également être plus audacieuses de façon à permettre à ces pays de respecter les critères d'adhésion à la Communauté. La Tchécoslovaquie, la Hongrie et la Pologne ont mentionné leur rattachement à la CE comme un objectif légitime à long terme. En revanche, la progression continue de la CE rendra la venue de nouveaux membres plus difficile. Dans une communauté parfaitement intégrée, la perte de souveraineté liée à l'adhésion à la Communauté ne se fera plus graduellement, mais représentera plutôt un véritable écueil. L'effort requis pour l'éviter pourrait, dans les faits, être trop grand pour que certains pays (la Suisse, par exemple), ne prennent le risque de s'atteler à la tâche.

7. CONSÉQUENCES POUR LE CANADA

Pour l'instant, il est tout à fait spéculatif d'essayer de quantifier les incidences économiques de l'UEM sur la CE étant donné que les négociations sur la forme et le calendrier finals de l'UEM sont en cours. En outre, nombre de facteurs sont liés à la nature des futurs chocs économiques auxquels sera confrontée la Communauté, à la façon dont le SEBC s'adaptera à ces chocs et, à la limite, à la crédibilité des accords politiques. Néanmoins, l'UEM aura vraisemblablement un impact relativement modeste sur la production, le revenu et les échanges communautaires. Sur le plan économique, les conséquences pour le Canada de l'intégration monétaire européenne sont également difficiles à évaluer. Nous nous efforcerons donc, une fois encore, d'illustrer les principaux axes d'influence de l'UEM sur l'économie canadienne. Sur le plan politique, une plus grande intégration monétaire de la Communauté européenne pourrait avoir des conséquences sur la position et l'influence internationales du Canada, en particulier dans les négociations monétaires internationales.

Dans la mesure où l'UEM induit des gains d'efficience et accroît la production en Europe, les échanges internationaux pourraient également être amenés à augmenter à la suite de l'UEM. En fait, c'est par la voie des échanges commerciaux que l'incidence la plus importante de l'UEM se fera sentir sur le Canada. Il est cependant difficile de déterminer les répercussions de l'UEM en soi sur le commerce d'un pays tiers. En revanche, l'augmentation de la production européenne rendue possible par l'augmentation des échanges intracommunautaires pourrait accroître les importations de pays tiers. Les exportations de la CE à des pays tiers pourraient également grimper à la suite des gains d'efficience européens. Du point de

vue du Canada en tant que consommateur, l'accroissement de l'efficience en Europe pourrait aboutir à un abaissement du prix des importations. Par ailleurs, l'accroissement des échanges intracommunautaires pourrait se faire aux frais du commerce des pays tiers. Dans la mesure où une plus grande intégration européenne incitera les Européens à préférer les fournisseurs européens (et les marchés européens), les échanges canadiens avec la CE pourraient être limités par l'UEM.

À plus long terme, toutefois, la réalisation d'Europe 1992 d'une part et de l'UEM d'autre part devrait indubitablement améliorer l'efficience économique de la CE et augmenter en conséquence le niveau de vie des Européens. Si la CE n'adopte pas une approche de forteresse à l'égard des échanges internationaux, le Canada pourrait bénéficier de ces gains. Au total, l'impact macro-économique d'Europe 1992 sur le Canada devrait être relativement modeste, mais positif. Dans les simulations sur modèles, le PIB réel du Canada augmente de 0,25 % par rapport au niveau de la solution de référence à la suite de la réalisation d'Europe 1992. L'UEM devrait augmenter ce gain macro-économique mais il est impossible de donner des prévisions quantitatives.

L'impact d'une monnaie européenne unique (disons l'écu) sur les marchés financiers internationaux pourrait avoir des conséquences légèrement plus importantes pour le Canada. Les avantages pratiques qu'il y a à effectuer les transactions au moyen d'une seule monnaie européenne plutôt qu'avec douze apparaissent particulièrement évidents pour les commerçants de pays tiers comme le Canada. Même si l'on ne tient pas compte des échanges intracommunautaires, la CE est la zone commerçante la plus importante du monde. Théoriquement, tout porte à croire

qu'une monnaie européenne unique serait plus largement utilisée à l'échelle internationale que les différentes monnaies des pays européens ne le sont actuellement en raison des économies d'échelle distinctes induites par l'utilisation de monnaies véhicules. En conséquence, le passage à une plus grande utilisation internationale de l'écu dans les échanges internationaux et les investissements réduirait le coût des transactions en écus, ce qui stimulerait encore plus son usage international.

L'UEM pourrait également avoir certaines conséquences relativement à l'accès du Canada aux capitaux internationaux. Si les investisseurs européens s'intéressent de plus près à leur continent et choisissent de rééquilibrer leur portefeuille en accordant la préférence à des actifs libellés en écus, dans ce cas l'intérêt pour les émissions euro-canadiennes pourrait diminuer. Cependant, étant donné la multitude de facteurs qui affectent les décisions en matière de portefeuilles d'investissement internationaux, il est difficile de dire si l'UEM aura une incidence directe ou indirecte sur les émissions de titres canadiens en Europe et impossible de quantifier les effets si cette hypothèse est valable.

Dans une perspective de politique opérationnelle, l'union économique et monétaire de l'Europe pourrait avoir une influence sur la politique monétaire canadienne. Dans la mesure où une politique monétaire européenne unique s'alignerait sur la position anti-inflationniste actuelle de la Bundesbank de l'Allemagne de l'Ouest, l'accroissement de la stabilité des prix en Europe pourrait renforcer l'idée qu'un monde à faible taux d'inflation est réalisable et souhaitable. De ce point de vue, la mise en oeuvre de la politique monétaire au Canada s'en trouverait facilitée.

L'union économique et monétaire de l'Europe pourrait réduire le rôle du Canada dans la formulation de la politique économique internationale. Historiquement, le Canada a joué le rôle d'un «honnête courtier» dans les négociations internationales. Dans la mesure où le Canada peut être perçu comme indépendant de tout bloc ou de tout pays, il pourrait aspirer à un rôle plus prestigieux que celui d'un honnête courtier dans le monde des affaires. Toutefois, une Europe financièrement intégrée se fera entendre de plus en plus avec une seule voix en matière de politique économique. Le Canada pourrait donc voir son influence restreinte au sein du G7 qui deviendrait en réalité un G3 (le Japon, les États-Unis et l'Europe) et se trouver ainsi marginalisé.

Dans le domaine des affaires internationales, l'UEM n'en pourrait pas moins aboutir à un dialogue constitutionnel et gouvernemental constructif et non contradictoire entre le Canada et la Communauté sur la gestion du change et la politique fiscale au sein du système fédéral. Nombre des difficultés éventuelles que la Communauté peut rencontrer en réalisant l'UEM, le Canada les a déjà éprouvées. Avec l'UEM, la CE deviendra une vaste fédération avec, du moins au début, un faible degré de mobilité de la main-d'oeuvre et de rigidité des salaires réels. Étant donné l'absence de transferts fiscaux automatiques entre les États membres, les demandes d'accroissement de l'aide régionale ne manqueront pas de se multiplier à mesure que l'UEM deviendra une réalité. En outre, la question de savoir si les membres de la fédération ont besoin de règles fiscales contraignantes concernant leurs déficits nationaux continuera à être à l'ordre du jour. Sur toutes ces questions, le Canada dispose d'une

solide expérience et peut fournir des avis constructifs qui pourraient être d'une immense valeur pour les décideurs de la CE.